

UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALFENAS

ELLEN FONSECA DE ASSIS

**AS FONTES DE FINANCIAMENTO INDUSTRIAL NO BRASIL, 1891-1940:
UM ESTUDO DA COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA**

Varginha/MG

2019

ELLEN FONSECA DE ASSIS

**AS FONTES DE FINANCIAMENTO INDUSTRIAL NO BRASIL, 1891-1940:
UM ESTUDO DA COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Gestão Pública e Sociedade pela Universidade Federal de Alfenas, campus Varginha. Área de concentração: Gestão Pública e Sociedade.
Orientador: Michel Deliberali Marson

Varginha/MG

2019

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da Universidade Federal de Alfenas
Biblioteca *campus* Varginha

Assis, Ellen Fonseca de.
A848f As fontes de financiamento industrial no Brasil, 1891-1940 : um estudo da
Companhia Antarctica Paulista / Ellen Fonseca de Assis. - Varginha, MG,
2019.
122 f. : il. -

Orientador: Michel Deliberati Marson.
Dissertação (mestrado em Gestão Pública e Sociedade) - Universidade
Federal de Alfenas, *campus* Varginha, 2019.
Bibliografia.

1. Desenvolvimento econômico. 2. Industrialização - São Paulo. 3.
Companhia Antarctica Paulista. I. Marson, Michel Deliberati. II. Título.

CDD – 338

ELLEN FONSECA DE ASSIS

**AS FONTES DE FINANCIAMENTO INDUSTRIAL NO BRASIL, 1891-1940:
UM ESTUDO DA COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA**

A Banca examinadora abaixo assinada aprova a Dissertação apresentada como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Gestão Pública e Sociedade pela Universidade Federal de Alfenas, *campus* Varginha. Área de concentração: Gestão Pública e Sociedade.

Aprovada em: 11 de julho de 2019.

Prof. Dr. Michel Deliberati Marson

Instituição: Universidade Federal de Alfenas – UNIFAL-MG.

Assinatura: 

Prof. Dr. Thiago Fontelas Rosado Gambi

Instituição: Universidade Federal de Alfenas – UNIFAL-MG.

Assinatura: 

Prof. Dr. Gustavo Pereira da Silva

Instituição: Universidade Federal de São Carlos - UFSCar.

Assinatura: 

AGRADECIMENTOS

Ao Michel Deliberali Marson, orientador da dissertação, pelo aprendizado, conselhos, paciência e, principalmente, por me apresentar ao fascinante campo da História Econômica. Para mim, um exemplo de professor, pesquisador e pessoa. Devo a ele muito do que aprendi durante minha trajetória na UNIFAL-MG.

Aos professores Thiago Gambi e Bruno Aidar, por gentilmente compartilharem suas experiências e conhecimentos por meio de sugestões que contribuíram para a melhoria desse trabalho.

Aos professores do PPGPS, por contribuírem para a minha formação e me ensinarem a analisar as questões da sociedade brasileira a partir de uma perspectiva mais crítica e consciente.

À minha mãe Aparecida, pelo seu carinho, paciência e, principalmente, por suas orações, sem as quais não teria chegado até aqui. Agradeço também ao meu pai, Edmilson, do qual provavelmente herdei o interesse e a curiosidade pelo passado. À minha irmã Francielle, pelo apoio e orientações sobre a vida.

Aos meus amigos do PPGPS, por compartilharem alegria, sabedoria e conversas na hora do café.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

RESUMO

O estudo buscou observar quais fontes de financiamento foram predominantes no suporte aos investimentos da Companhia Antarctica Paulista entre 1891 e 1940. Dessa maneira, foram coletados e analisados balanços publicados pela empresa no período proposto. Posteriormente, buscou-se a análise da evolução da origem dos recursos da companhia. Ao final da pesquisa foi possível concluir que a maior parcela dos recursos necessários à expansão da empresa foi obtida por meio do mercado de capitais entre o final do século XIX e o final dos anos 1910. Não obstante, o financiamento por meio de recursos próprios mostrou aumento de participação ao longo da década de 1920, sendo a principal fonte de recursos da empresa a partir de 1922. O mercado de capitais voltou a crescer em participação nos anos 1930, voltando a ser a principal fonte de recursos da companhia em 1937.

Palavras-Chave: Financiamento. Desenvolvimento Econômico. Companhia Antarctica Paulista. São Paulo. Mercado de Capitais.

ABSTRACT

The study sought to observe which sources of financing were predominant in the investment support of Companhia Antarctica Paulista between 1891 and 1940. In this way, the balance sheets published by the company during the proposed period were gathered and analyzed. Subsequently, we analyzed the evolution of the origin of resources of the company. At the end of the research it was possible to conclude that the largest portion of the resources needed to expand the company was obtained through the capital market between the end of the nineteenth century and the end of the decade of 1910. However, financing through own resources showed increased participation throughout the 1920s, being the main source of funds of the company from 1922. The capital market resumed its growth in participation in the 1930s, returning to be the main source of funds of the company in 1937.

Keywords: Financing, Economic Development. Companhia Antarctica Paulista. São Paulo. Capital Markets.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	MUDANÇAS INSTITUCIONAIS NO BRASIL NO FINAL DO SÉCULO XIX E O CONTEXTO DE FORMAÇÃO ECONÔMICA E SOCIAL EM SÃO PAULO.....	12
2.1	MUDANÇAS INSTITUCIONAIS NO BRASIL E A EVOLUÇÃO DE GARANTIAS E PROTEÇÃO AOS CREDORES E ACIONISTAS.....	12
2.2	O CONTEXTO DA FORMAÇÃO ECONÔMICA E SOCIAL EM SÃO PAULO E A ATIVIDADE CAFFEEIRA.....	25
2.3	O NASCIMENTO DA INDÚSTRIA PAULISTA E O PERFIL DOS INDUSTRIAIS BRASILEIROS.....	32
3	O FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL E O DEBATE DO CASO BRASILEIRO	38
3.1	OS BANCOS E O FINANCIAMENTO INDUSTRIAL: A EXPERIÊNCIA DE OUTROS PAÍSES.....	39
3.2	MERCADO DE CAPITAIS E DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL E FINANCEIRO NA EUROPA E AMÉRICA LATINA	49
3.3	O DEBATE EM RELAÇÃO ÀS FONTES DE FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA BRASILEIRA ENTRE O FIM DO SÉCULO XIX E INÍCIO DO SÉCULO.....	56
4	A INDÚSTRIA DE BEBIDAS NO BRASIL E A COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA	63
4.1	O SURGIMENTO, DESENVOLVIMENTO E ESTRUTURA DAS CERVEJARIAS NO BRASIL ENTRE OS SÉCULOS XIX E XX.....	63
4.2	A COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA	76
5	COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA: CLASSIFICAÇÃO DE CONTAS DO BALANÇO E IDENTIFICAÇÃO DA ORIGEM DE RECURSOS PARA INVESTIMENTO	86
5.1	COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA: FINANCIAMENTO E EXPANSÃO ENTRE 1891 E 1940.....	88
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	108
	REFERÊNCIAS	111
	APÊNDICE A – BALANÇO PATRIMONIAL DA COMPANHIA ANTARCTICA	

PAULISTA, EM CONTOS DE RÉIS CORRENTES, 1891 – 1940.....	117
--	------------

1 INTRODUÇÃO

No período compreendido entre o fim do século XIX e início do século XX, sob o contexto do maior desenvolvimento e dinamismo do mercado fornecido pela atividade cafeeira, começa a se consolidar as bases da formação da indústria em São Paulo. No ano de 1895, o primeiro relatório oficial que incluía as empresas industriais na capital paulista, já contabilizava cerca de 121 fábricas que utilizavam algum sistema mecânico em seu processo de produção. Não obstante, apenas 52 poderiam ser consideradas efetivamente fábricas industriais. Dentre as de maior porte, que empregavam mais de 100 funcionários, estavam onze empresas. Essas, assim como as menores fábricas, estavam voltadas para produção de artigos de baixo valor agregado como: chapéus, cerveja e fósforos, além de empresas de fundição (DEAN, 1971, p. 19). O destino desses produtos era o suprimento do mercado interno, voltado para atender as demandas da nova classe trabalhadora assalariada, que fora criada direta ou indiretamente, pela atividade exportadora do café.

Nas primeiras décadas do século XX, a economia paulista continuou seu processo de crescimento e já mostrava sinais de liderança como centro industrial do país por volta de 1920. Entre 1907 e 1919, mais especificamente, o valor nominal da produção da indústria paulista chegou a crescer 8,5 vezes. Dessa maneira, o nível de participação de São Paulo no total da indústria brasileira aumentou significativamente, partindo de 15,9% para 31,5% no mesmo intervalo. Na década de 1920, com novos episódios de expansão, o segmento industrial paulista se consolidou de maneira expressiva, efetivando o processo de concentração industrial no país (CANO, 1975, p. 228). Por conseguinte, ainda nessa mesma década, São Paulo ultrapassou as regiões correspondentes ao Rio de Janeiro e o estado da Guanabara como o núcleo industrial de maior relevância no país. Esse crescimento ocorreu de maneira tão rápida e contínua, que no decorrer da década de 1940 o seu destaque não se restringiu ao Brasil e o estado de São Paulo foi considerado a maior aglomeração de capacidade produtiva entre todas as regiões da América Latina (DEAN, 1971, p. 20).

Ainda que a partir do tímido início de sua constituição, foi possível observar que a indústria paulista evoluiu de maneira expressiva e relativamente rápida nos últimos anos do século XIX e início do século XX. Dentro desse contexto de formação, várias questões são levantadas, por exemplo: como essa indústria nascente teria obtido recursos para esse rápido período de expansão? Quais eram os meios de financiamento disponíveis para as atividades industriais na época? Havia o desenvolvimento de um sistema financeiro relativamente

robusto e capaz de dar suporte a novos investimentos em plantas industriais? Nesse sentido, é observada a escassez de estudos que abordam o financiamento dessas novas fábricas no período.

Anne Hanley, por exemplo, ao analisar a abordagem de pesquisas que visaram explicar o rápido desenvolvimento de São Paulo, observou que elas tradicionalmente não tinham seu foco voltado para as instituições financeiras. Esse tipo de análise, no entanto, se torna essencial visto que são essas instituições que permitiram o deslocamento de recursos advindos de uma economia agrícola de exportação para ao segmento industrial nascente (HANLEY, 2001, p. 116). A partir da mesma abordagem, em uma pesquisa sobre crédito e investimento industrial no Brasil no período anterior à Primeira Guerra Mundial, Cortes, Marcondes e Diaz (2014, p. 192) observaram que a literatura sobre o financiamento da industrialização brasileira nesse período ainda é limitada. Nesse sentido, embora existam trabalhos que focam o desenvolvimento do setor industrial, eles raramente investigam como ele foi financiado. Sob outra ótica, relacionada à própria formação do segmento financeiro no Brasil, as pesquisas também não foram capazes de estabelecer uma conexão evidente com a indústria incipiente no país.

Sob essa perspectiva, o estudo da relação entre a oferta de financiamento e o desenvolvimento inicial da indústria brasileira enfrenta limitações, que de certa maneira, cooperam para a escassez de pesquisas nessa área. Uma dentre as principais barreiras está relacionada às dificuldades de obtenção de dados do período. Essas características tendem a dificultar a avaliação empírica dos fatores que contribuíram para o aumento da oferta de financiamento para a indústria nessa etapa de seu processo de desenvolvimento (CORTES; MARCONDES; DIAZ, 2014; MARQUES, 2005).

Além de ser ainda relativamente escassa, a literatura sobre esse tema é controversa. Há autores que colocam a bolsa como principal agente propulsor do desenvolvimento industrial, provendo recursos em empreendimentos de maiores riscos e/ou prazos de maturação (HANLEY, 2001; MUSACCHIO, 2009), outros chegaram a enfatizar o papel dos empréstimos bancários (SAES; ZMRECSÁNY, 1995; TRINER, 1996) ou financiamento hipotecário e suas ligações com empresas industriais no mesmo período (CORTES; MARCONDES; DIAZ, 2014).

Dessa maneira, é possível comparar a questão da origem de recursos para indústria nascente no Brasil a um quebra-cabeça, tomando a investigação de cada empresa ou segmento

industrial como uma de suas “peças”. Por sua extensão e complexidade, ainda não é possível obter uma resposta definitiva sobre qual forma de financiamento contribuiu para seu suporte em um período tão incipiente da formação econômica e financeira do país. Não obstante, ainda que nem todas as “peças” desse quebra-cabeça estejam ordenadas ou disponíveis, essa pesquisa visa contribuir para seu melhor entendimento.

A escolha do setor de bebidas para a análise das fontes de financiamento industrial entre o fim do século XIX e primeiras décadas do século XX se justifica pela relevância da produção de cerveja no início da formação das bases industriais no Brasil. Nesse sentido, é oportuno destacar que nas estatísticas de 1907, depois das indústrias têxtil de algodão e do açúcar, as cervejarias apareciam como o segmento que apresentava o maior montante de capital investido (SUZIGAN, 2000, p. 235).

A partir dessa perspectiva, o estudo se direcionará para a questão do financiamento Companhia Antártica Paulista. Mais precisamente, buscará identificar qual fonte de recursos teve maior predominância no suporte aos investimentos da empresa entre os anos de 1891 e 1940. A Companhia Antártica apresenta considerável representatividade para o estudo do financiamento industrial no período. Essa empresa, juntamente com Companhia Cervejaria Brahma e a Fábrica de Cerveja Paraense controlavam mais da metade do mercado nacional, com 61,9% do capital investido e 68% da potência instalada. Torna-se ainda mais interessante notar que essa grande concentração já podia ser observada a partir do início do estabelecimento dessas grandes cervejarias, na década de 1890 (SUZIGAN, 2000, p. 235).

Nesse sentido, o período de abordagem escolhido para o estudo (1891–1940), justifica-se pelo cenário de intensas transformações na economia brasileira. Dessa maneira, no ano de 1891, paralelamente ao contexto da consolidação da Antártica¹ no mercado nacional, observam-se os efeitos decorrentes da política monetária expansionista do Encilhamento (CANO, 1975, p. 140; LEVY, 1977, p. 154; MUSACCHIO, 2009, p. 42). Soma-se ao aumento da oferta de moeda, a nova configuração do complexo exportador cafeeiro, baseado na mão-de-obra assalariada e a consequente ampliação do mercado para produtos domésticos (DEAN, 1971, p. 10; SILVA, 1981, p. 47). Ou seja, a chegada de um novo contingente de trabalhadores assalariados implicou em uma nova estrutura de demanda interna para a atuação das firmas industriais estabelecidas no período.

¹ O ano de 1891 também marca o processo de abertura de capital da Companhia Antártica Paulista e, portanto, torna possível obtenção de acesso aos balanços da empresa publicados no Diário Oficial do Estado de São Paulo.

Além dos efeitos decorrentes da Crise do Encilhamento nos anos 1890, a análise das primeiras décadas do século XX permite rastrear as variações da estratégia de financiamento da Companhia Antarctica em momentos econômicos adversos. Permitindo compreender o histórico de evolução das fontes de recursos da empresa ainda no decorrer do processo de sua consolidação no mercado. A partir de um contexto mais amplo, a observação dos episódios de restrição de demanda e incertezas geradas pela Primeira Guerra Mundial e a Crise de 1930, podem fornecer pistas sobre o comportamento e a disponibilidade de recursos para o financiamento da indústria brasileira no período.

A pesquisa será realizada a partir da análise de fontes primárias. Dessa maneira, serão utilizadas demonstrações contábeis da empresa publicadas no período, as quais foram obtidas no Diário Oficial do Estado de São Paulo. Posteriormente, os dados referentes às contas do Balanço Patrimonial serão organizados em tabelas (ver Apêndice) para a análise da origem de recursos. A interpretação desses dados possibilitará avaliar a variação e predominância das fontes de recursos disponibilizados para a companhia no decorrer do tempo, assim como o perfil do financiamento de seu ativo.

Além da introdução, esse estudo está dividido em cinco capítulos. O segundo capítulo discute o cenário de mudanças institucionais que contribuíram para a evolução do mercado de crédito em São Paulo e no Brasil. De maneira adicional, aborda a bibliografia sobre o contexto de formação econômica e social em São Paulo e a dinâmica do comércio de café, assim como os efeitos da crise do Encilhamento sobre as instituições financeiras do período.

O segundo capítulo evidencia a abordagem de diferentes estudos em relação ao financiamento industrial no contexto internacional e o debate entre autores sobre a oferta de crédito no Brasil. No terceiro capítulo é apresentada a formação da indústria de bebidas no país e da Companhia Antarctica Paulista sob uma perspectiva histórica. O quarto capítulo apresenta a metodologia utilizada na pesquisa. No quinto, é feita a análise da origem do financiamento e expansão da companhia entre os anos de 1891 e 1940.

Por fim, foi apresentada a recapitulação das principais questões e resultados obtidos ao final da pesquisa.

2 MUDANÇAS INSTITUCIONAIS NO BRASIL NO FINAL DO SÉCULO XIX E O CONTEXTO DE FORMAÇÃO ECONÔMICA E SOCIAL EM SÃO PAULO

2.1 MUDANÇAS INSTITUCIONAIS NO BRASIL E A EVOLUÇÃO DE GARANTIAS DE PROTEÇÃO AOS CREDORES E ACIONISTAS

Segundo a definição de Douglas North, instituições podem ser definidas como regras construídas que configuram as interações humanas. Em outras palavras, são restrições elaboradas em uma sociedade para moldar as relações entre os indivíduos que fazem parte dela. Dessa maneira são capazes de criar incentivos na troca, seja ela política, social ou econômica. Justamente em decorrência dessa capacidade de influência, as mudanças institucionais transformam a forma como a sociedade se desenvolve ao longo dos anos. Por conseguinte, a abordagem das instituições se apresenta como um fator essencial para entender as transformações apresentadas no decorrer da História (NORTH, 1990, p. 12).

Na mesma linha de análise, o trabalho de La Porta *et al.* (1997) evidenciou certa correlação entre o sistema legal e o desenvolvimento econômico. O estudo desses autores demonstrou que de maneira recorrente, países com fracos níveis de proteção aos investidores possuem mercados de capitais significativamente menores se comparado àqueles que oferecem maiores níveis de garantias por meio de leis e regulamentos.

Nesse contexto, entre outros fatores relacionados ao nível de renda e características culturais da população, a abordagem das mudanças institucionais apresentadas no Brasil a partir da segunda metade do século XIX, pode trazer algumas explicações sobre a dinâmica da oferta de financiamento industrial no período. Em especial, a análise dos regulamentos que envolviam o direito à propriedade; a garantia aos credores e o nível de exigência de capital para a abertura de firmas, torna possível estabelecer algumas ligações entre o modo de formação e o perfil da evolução do mercado de crédito brasileiro. Por conseguinte, a compreensão desses fatores oferece pontos interessantes para o entendimento do processo que viabilizou uma das bases para o desenvolvimento da indústria nacional: o acesso a recursos para investimento.

As operações de crédito foram observadas no Brasil tempos antes da instituição da República. Ainda no período colonial, por exemplo, se presenciava operações de financiamento hipotecário. No entanto, o funcionamento do mercado de crédito enfrentava muitas barreiras. Dentre elas estava a falta de regulamentação específica, fator que gerava

incertezas em relação ao processo do cumprimento de contratos. As falhas na proteção aos credores eram tamanhas, que eles corriqueiramente ficavam susceptíveis a falsas garantias. Em outras palavras, quando um imóvel era atribuído a um empréstimo hipotecário eles não poderiam ter a certeza de que o mesmo ativo já não tivesse sido oferecido como garantia em outra operação. Esse fato levava os detentores de recursos a relutarem em disponibilizar seu capital para empréstimos, resultando em certa ineficiência na alocação de recursos que poderiam ser direcionados aos setores produtivos, como o estabelecimento do crédito rural. (BRITO, 1923, p. 107 *apud* MARCONDES, 2014, p. 752).

Já no início de 1843, em resposta a escassez de crédito no país, sobretudo voltado para atividades agrícolas, começou a ser observado um processo de mudanças regulatórias. Nesse sentido, com o decreto de 1846, regulamentou-se o registro geral de hipotecas. Esse decreto já estabelecia a concentração de registros na comarca onde os bens a serem oferecidos como garantias estavam centralizados. No entanto, apesar dessas tentativas iniciais de regulação e da organização de registros hipotecários, ainda se observava restrições na expansão dessa modalidade de crédito. Isso aconteceu porque essas ações não foram suficientes para eliminar a incerteza em relação à validade dos imóveis oferecidos como garantias para esse tipo de operação. Ou seja, os problemas referentes às dificuldades de cobrança de dívidas na justiça, representavam altos custos para os credores e se estendiam por longos períodos de tempo (MARCONDES, 2014, p. 755).

A partir da legislação hipotecária de 1864 e do regulamento de 1865 foi estabelecido um novo registro geral, fator que favoreceu o estabelecimento da publicidade formal dos créditos em livros específicos de maneira que: “a especialidade da dívida permitiu conhecer o comprometimento do imóvel com o crédito e a possibilidade de novas hipotecas a partir daquela garantia” (MARCONDES, 2014, p. 755).

A maior segurança aos credores proporcionada por essa mudança institucional passou a viabilizar relativa expansão do crédito hipotecário até o fim do período imperial. Contudo, agricultores e congressistas ainda relatavam a dificuldade para a consolidação do crédito rural pela ausência de um cadastro de terras e desordenamento dos títulos de propriedade. Apesar da permanência de algumas barreiras, essa modalidade de financiamento (oferecida predominantemente pelo Banco do Brasil) alcançou as regiões cafeeiras nas décadas de 1870 e 1880. No fim do século XIX e início do século XX, o financiamento hipotecário também cresceu de maneira expressiva nos grandes centros urbanos do país (MARCONDES, 2014, p. 756).

No caso da oferta de recursos bancários, na primeira metade do século XIX, mais precisamente até 1860, não havia nenhuma legislação que proibisse diretamente essas instituições a efetuarem empréstimos de longo prazo. No entanto, também permanecia a carência na oferta dessa modalidade de financiamento. No período inicial do império as condições de disponibilidade do crédito não eram compatíveis sequer aos ciclos de produção das lavouras. Tal incompatibilidade era observada tanto em relação aos prazos para início da amortização da dívida, quanto à taxa de juros. Esses fatores tornavam praticamente inviável a contratação direta de empréstimos por parte dos produtores aos bancos (HANLEY; MARCONDES, p. 4, 2010; MARCONDES, 2014, p. 753).

Diante de tal cenário, era comum a atuação de intermediários, muitos deles conseguiam acesso facilitado a recursos bancários e tinham condições de oferecer crédito aos produtores a maiores prazos. De maneira recorrente, esses agentes conseguiam obter altos lucros na absorção do diferencial entre a taxa de juros cobrada pela instituição financeira e o valor final dos juros repassados a esses produtores. A atuação desses comissários e a própria extensão de prazos tornava os empréstimos ainda mais caros para os tomadores finais (HANLEY; MARCONDES, p. 4, 2010; MARCONDES, 2014, p. 753).

Nesse ponto da discussão, o leitor pode se perguntar: se os bancos não tinham restrições legais para fornecer empréstimos de longo prazo, por que então não o fizeram? Embora não fossem proibidos, financiamentos de longo prazo traziam maior incerteza em relação à disponibilidade dos tomadores de empréstimos a honrarem suas dívidas com a instituição bancária. Somou-se a esse fato, a falha na criação de leis bancárias e empresariais que fornecessem proteção aos credores frente a casos de inadimplência, característica que se apresentou como um grande desincentivo² à oferta de financiamento de longo prazo pelos bancos (HANLEY; MARCONDES, p. 4, 2010; MARCONDES, 2014, p. 753).

Essa situação se estendeu durante o período da Primeira República (1889-1930), visto que o Código Comercial e as demais regulamentações não foram capazes de abranger casos que envolviam propriedades financeiras. Ou seja, a falta de uma diretriz específica para esse tipo de ativo ainda tornava inviável aos credores, a possibilidade de recuperação de seus recursos por meio da retenção de contas bancárias ou outros bens em caso de falhas no

² Triner (1991) por meio na análise dos balanços de seis bancos, referentes ao período entre 1906-1918, concluiu que o comportamento dessas instituições em relação à concessão de crédito reagiu, entre outros fatores, às condições estabelecidas pela política econômica do governo. Ou seja, dependia também da dinâmica de reservas de caixa, oferta de moeda e grau de exposição do crédito. Por fim, a autora concluiu que além das decisões inerentes ao segmento bancário, fatores exógenos como restrição de liquidez e a própria política econômica podem ter impedido uma maior contribuição do segmento para a concessão de crédito ao setor produtivo.

pagamento dos empréstimos. Dessa maneira, as leis vigentes ofereciam maior nível de proteção aos interesses dos devedores do que aos próprios bancos nos casos de falência, o que deixava esses credores em uma posição vulnerável e desvantajosa no fornecimento de financiamentos (TRINER, 2000, p. 96 *apud* MUSACCHIO, 2009, p. 155).

Em relação ao fornecimento de crédito por meio de ações e títulos, também pode se observar o trabalho de autores (como La Porta (1997) e Musacchio (2009)) que discutiram sobre a importância da existência de um ambiente institucional capaz de oferecer suporte aos investidores. Sob essa perspectiva, a partir de uma análise empírica das leis de proteção aos investidores de 49 países, La Porta *et al.* (1997) avaliou se as diferentes configurações e o rigor na aplicação dessas diretrizes afetaram os padrões de propriedade corporativa no cenário internacional. Ao final da análise os autores concluíram que as diretrizes legais, assim como seu efetivo cumprimento, são capazes de definir o tamanho e a extensão do mercado de capitais de um país. Dessa maneira, de forma análoga à questão da disponibilidade de empréstimos bancários ou hipotecários, a justificativa para esse resultado está ligada à redução da incerteza gerada pela proteção garantida no contexto institucional aos potenciais investidores. Em outras palavras, “[...] um bom ambiente legal protege os potenciais financiadores contra a expropriação por parte dos empresários, aumenta disposição de entregar fundos em troca de títulos e, portanto, expande o escopo dos mercados de capitais.” (LA PORTA *et al.* 1997, p. 1149, tradução nossa).

Considerando-se a importância do ambiente institucional para o mercado de capitais, é oportuno destacar as transformações e o contexto de formação do Código Comercial no Brasil a partir da segunda metade do século XIX. Desde a Independência, no governo imperial, a formação de sociedades anônimas enfrentava uma série de restrições. O decreto 575 de 1849, por exemplo, manteve a autorização de abertura das companhias sob a decisão do governo imperial. Esse regulamento também passou a exigir que as sociedades anônimas que operavam fora da capital do Rio de Janeiro tivessem, além da aprovação do governo imperial, a autorização dos ministros competentes e presidente da província na qual a empresa pretendia se estabelecer. Posteriormente, o artigo 295 do Código Comercial de 1850 modificou essa regra. A necessidade de aprovação do governo para a abertura de novas companhias se manteve. No entanto, a nova diretriz restringiu a necessidade de aprovação adicional no congresso a companhias que obtinham algumas garantias de lucratividade ou outros privilégios oferecidos pelo governo para operar. Dentre as empresas que se

enquadravam nessas características estavam: bancos, ferrovias e companhias de navegação (MUSACCHIO, 2009, p. 33).

Embora pareça não ter apresentado grande efetividade no incentivo da ampliação de empréstimos bancários é possível observar que o Código Comercial teve um papel não desprezível na regulação e viabilidade no desenvolvimento do mercado de ações. Ele foi criado originalmente no contexto de crescimento do comércio de exportação do café brasileiro. Com a intensificação de negócios e conseqüentemente a elevação da complexidade e volume de transações financeiras envolvendo fazendeiros, comissários e exportadores houve a necessidade do estabelecimento de regras para minimizar casos de fraudes nos acordos. Inicialmente o Código Comercial tinha uma proposta relativamente modesta: a regulamentação da aceitação de títulos comerciais. No entanto, foi se tornando cada vez mais interessante para a ampliação da oferta de financiamento sob a forma de ações e títulos na medida em que, por meio de leis adicionais nas décadas de 1860 e 1870, regulou a atividade de corretagem e organização de negócios (HANLEY, 2001, p. 118).

Essa regulamentação também estabeleceu atribuições de responsabilidades fiscais aos sócios e investidores em casos de falência e instituiu regras para o investimento e negociação de ações das companhias. Após essas mudanças, já era possível observar um tímido aumento no estabelecimento de empresas organizadas nos moldes de sociedades anônimas, assim como o estabelecimento da profissão de corretor de ações e a organização efetiva da Bolsa de São Paulo (HANLEY, 2001, p. 118).

Embora representasse alguns avanços na organização e regulamentação do mercado de capitais, o Código Comercial e suas diretrizes complementares, ainda apresentavam alguns empecilhos para a expansão da organização de empresas em sociedades anônimas. Entre 1850 e 1890, apesar de um pequeno crescimento, o número de empreendimentos estabelecidos sob esse modelo permaneceu restrito. Como comentado anteriormente, para operar essas empresas precisavam solicitar um alvará de funcionamento ao Governo Imperial. Além disso, era necessário dispor de grande parte do capital já integralizado. No entanto, o fator que foi mais decisivo para o baixo crescimento da organização de empresas sob a forma de sociedades anônimas foi a cláusula que atribuía aos investidores a responsabilidade ilimitada para assumirem as dívidas das empresas nas quais tivessem participação. Ou seja, além do próprio valor da ação os acionistas eram obrigados a se responsabilizar pelo pagamento das dívidas da companhia em cenários de falência, ainda que isso implicasse em ter que abrir mão de parte de seu patrimônio pessoal. Essa obrigação acompanhava o investidor por cinco anos, contados

a partir da compra da ação, e se mantinha ainda que esse acionista vendesse sua participação para terceiros nesse período. O conteúdo dessa cláusula foi reconhecidamente prejudicial aos negócios industriais, por isso ela também ficou conhecida como “Lei dos Entraves” (HANLEY, 2001, p. 118).

A partir desse contexto, com o risco de ter que assumir grande parte do risco do empreendimento, os agentes só se disponibilizariam em oferecer seus recursos no mercado se tivessem a garantia de retorno e segurança em relação à solidez do negócio. Por isso, o número empresas de capital aberto que se estabeleceram na época era restrito e sua natureza de operação seguia determinado padrão. Estas geralmente eram bancos, empresas de utilidade pública, ou ferrovias. Os bancos eram empreendimentos que se mostravam altamente lucrativos e apresentavam baixo risco de quebra. A garantia de retorno também era assegurada para empresas de utilidade pública, seja por meio da concessão do aumento de tarifas, ou repasse de recursos governamentais. Além disso, essas companhias também tinham a garantia de monopólio na prestação de serviços (HANLEY, 2001, p. 118).

A partir no início da década de 1890, com o objetivo de desenvolver o setor financeiro para dar suporte à indústria, o novo governo iniciou uma ampla série de desregulamentações. Esse período foi caracterizado por amplas mudanças institucionais e econômicas que exerceram um impacto direto na expansão do mercado de capitais no país. Paralelamente ao processo de desregulamentação, em 1890 o ministro das finanças Rui Barbosa implementou a reforma bancária, que concedeu a alguns bancos³ o poder de emissão, transformando-os assim em promotores do desenvolvimento (CANO, 1975, p. 140).

O resultado dessa medida foi o aumento praticamente imediato da oferta de monetária, a qual alcançou um crescimento de aproximadamente 100% em apenas um ano (MUSACCHIO, 2009, p. 42). A elevação do nível de meios de pagamento exerceu uma influência imediata sobre o custo do crédito, refletido na queda da taxa de juros. Nesse sentido, ao tornar os empréstimos mais baratos para os tomadores finais, o aumento de uma variável nominal, a quantidade de moeda em circulação, refletiu-se na criação de ativos reais ao transformar-se em investimento produtivo. Embora nesse período a evolução do PIB tenha demonstrado quedas ou tímido crescimento, um indicador da expansão no nível de atividade produtiva pode ser verificado pelo aumento da potência energética instalada. Esse fator, mais do que uma evolução puramente técnica, evidenciou uma alteração estrutural na dinâmica produtiva do período, sinalizando um processo de industrialização (LEVY, 1977, p. 154).

³ Para mais detalhes sobre os critérios a serem atendidos pelos bancos emissores ver Levy (1977, p.149).

Em conjunto com o processo de desregulamentação, em janeiro de 1890, o ministro Rui Barbosa criou a Lei 164. Este novo regulamento tornou mais acessível a negociação de ações para empresas que não possuíam grande montante de recursos iniciais, reduzindo para 20% o total de capital obrigatório para novas companhias obterem autorização para negociar suas ações no mercado (MUSACCHIO, 2009, p. 42). Não obstante, ponto mais interessante do processo de desregulamentação foi o estabelecimento da responsabilidade limitada para acionistas, que eliminou a cláusula conhecida como “Lei dos Entraves”. A partir da constituição da lei de responsabilidade limitada, os investidores passaram a ter maiores incentivos para alocar seus recursos na compra de ações. Esses agentes não eram mais obrigados a responder pessoalmente pelas dívidas de empresas, que por algum motivo fossem à falência. Nesse sentido, sua responsabilidade era restrita ao valor de sua ação, não atingindo seu patrimônio pessoal (HABER, 1998 p. 382). Dessa maneira, muito além do incentivo a pequenos investidores, a responsabilidade limitada significou uma mudança expressiva nas fontes de financiamento disponíveis para a época de maneira que:

[...] as empresas que, anteriormente, por serem muito novas ou não terem ainda conquistado a confiança do público e, portanto, serem incapazes de atrair recursos financeiros que não fossem de grupos privados, grupos de parentesco ou amizade poderiam agora recorrer a uma fonte de recursos muito maior para se estabelecer (HANLEY, 2001, p. 123).

Outra reforma institucional importante para o crescimento da oferta de financiamento no Brasil, foi o estabelecimento de obrigatoriedade na divulgação das demonstrações contábeis das empresas de capital aberto em jornais de grande circulação. Dessa maneira, além da disponibilização dos balanços contábeis e das contas de resultado para o público, a lei regulatória de 1890 tornava obrigatória a divulgação de informações sobre a identidade de cada acionista assim como quantidade de ações sob sua propriedade (HABER, 1998, p. 383).

Essa reforma permitiu reduzir a assimetria de informações entre os investidores, os quais passaram a não limitar sua decisão tendo como base apenas a reputação dos empresários que compunham o grupo. Dessa maneira, os investidores possuíam um leque de informações muito mais amplo, que possibilitou a esses indivíduos direcionarem seus recursos para as empresas que apresentassem melhor saúde financeira ou níveis de lucratividade (HABER, 1998, p. 383). Além disso, com o passar dos anos, esses agentes passaram a possuir uma excelente fonte de dados sobre o histórico financeiro do negócio como: a evolução dos níveis de endividamento; controle da variação do patrimônio da empresa; fundos de reserva e distribuição de dividendos.

As mudanças regulatórias da década de 1890 trouxeram a ampliação do mercado de capitais para as novas empresas industriais e tornaram mais simples o processo de monitoramento de sua gestão por meio da publicação obrigatória de balanços. Antes de 1890, com a ausência da publicação dessas informações e onde a responsabilidade desses agentes em caso de insolvência era ilimitada, havia a necessidade constante monitoramento entre os investidores da companhia. Em outras palavras, em um contexto no qual a responsabilidade era ilimitada, os efeitos e o custo de uma má gestão que levasse à quebra das empresas eram ainda maiores, visto que chegava a atingir o patrimônio pessoal dos acionistas. Nesse cenário para prevenir os efeitos adversos:

[...] investidores tinham que criar acordos dispendiosos que limitavam a transferência do direito de propriedade para indivíduos que possuíam patrimônio suficiente para cobrir sua participação no caso de qualquer dívida resultante de insolvência. Alternativamente, investidores devem ter se comprometido em monitoramentos onerosos para verificar a liquidez de seus sócios (HABER, 1998, p. 383, tradução nossa).

Portanto, as reformas institucionais foram fundamentais para o nascimento de novas companhias, pois significou a quebra de restrições no acesso ao financiamento. Na ausência dessas transformações, a obtenção de recursos por novas empresas por meio do mercado de capitais era muito difícil. Nesse sentido, o acesso ao financiamento funcionava como uma barreira à entrada, já que nem todas as firmas poderiam ter a garantia de lucros ou dispunham de conexões pessoais de seus proprietários para obter fundos (HABER, 1998, p. 383).

Como foi observado, o fim do século XIX foi um período marcado por importantes transformações institucionais que lançaram as sementes do crescimento industrial de São Paulo. O rápido aumento da oferta monetária, aliado ao baixo nível de exigência de capital para a comercialização de ações e a lei de responsabilidade limitada, forneceu liquidez e outros incentivos para pequenos investidores. Dentro desse contexto tão favorável, centenas de companhias foram registradas em curto período de tempo, fatores que contribuíram para um súbito “boom” no mercado de capitais. Esse curto momento de expansão ocorrida entre 1890 e 1891 foi chamado “Encilhamento”⁴ (MUSACCHIO, 2009, p. 42).

⁴ O curto período de expansão no mercado de capitais no Brasil entre 1890 e 1891 foi chamado de “Encilhamento” como uma analogia entre os locais de apostas no Jockey Club no Rio de Janeiro e a compra de ações de novas companhias com perspectiva de negócios ainda não estabelecidas (MUSACCHIO, 2009, p.42). Não obstante na historiografia econômica brasileira observa-se um debate sobre efeitos do Encilhamento para o desenvolvimento econômico de longo prazo. Nesse sentido, autores como Stein (1957), Cano (1975), Fishlow (1972) e Levy (1977), argumentam que os efeitos das desregulamentações e aumento da oferta monetária não se limitaram à fraudes, inflação e especulação financeira. De outra maneira, a expansão do crédito no período também teria viabilizando a importação de máquinas para a produção e criação de empresas que sustentaram suas atividades no longo prazo, contribuindo para o desenvolvimento econômico do país.

De acordo com Levy (1977, p. 171), embora os dados dos Livros de Registro Oficial de Cotações de Títulos da Bolsa sinalizassem aumento do movimento especulativo desde 1886, foi em 1889 que o Encilhamento eclodiu de maneira mais evidente no mercado de capitais. Nesse sentido, os três anos seguintes consolidaram o episódio de vultoso aumento no número de transações na Bolsa do Rio de Janeiro a partir do crescimento de 84% em 1889, 98% em 1890 e 45% em 1891.

Apesar da intensificação do volume de transações, foi somente em 1890 que se verificou a elevação do número de companhias negociadas na Bolsa. De maneira específica observou-se que:

Nesse ano, 114 empresas participaram do movimento de títulos, dividindo-se entre: 43 bancos, sete companhias de seguros, 10 de fiação e tecidos, três de alimentos e bebidas, 22 de transportes, oito de serviços públicos, duas de extração mineral, três de comércio, cinco de construção civil, uma de construção naval, três de recreação e esportes, duas de colonização e cinco de setores não identificados (LEVY, 1977, p. 171).

Não obstante, nem todo esse processo foi caracterizado pelo círculo virtuoso de desenvolvimento de novas empresas e crescimento econômico. A grande oferta e variedade de investidores nesse período criou um ambiente favorável para a fraude corporativa. Em meio à euforia da perspectiva de altos ganhos no mercado e a queda do nível de capital exigido para a abertura de companhias, muitos agentes aproveitaram para criar empresas “fantasmas”. Essas companhias não tinham um objetivo de produção definido, só precisavam de um bom plano de negócios, com grandes ambições e promessa de altos lucros para convencer as pessoas a direcionarem o seu dinheiro para tais “empreendimentos”. Dessa maneira, com o auxílio de corretores ou bancos, esses homens de negócios poderiam vender participações de empresas “ilusórias” no mercado. Grande parcela das vítimas desse tipo de mau investimento eram novos investidores, sem experiência e muitas vezes desinformados, eram iludidos com a promessa de enriquecimento rápido (MUSACCHIO, 2009, p. 43).

Sob essa perspectiva, surge o questionamento relação ao alcance desse período de especulação dentre as diferentes camadas sociais. Embora os jornais da época pontuem que os anos do Encilhamento tenham se caracterizado pela inclusão de indivíduos pertencentes a todas as classes sociais, essa constatação conta com certa dose de exagero. Por outro lado, também não se pode negar que a expansão do crédito e abertura de empresas observada no período tenha atraído um maior número pessoas e as convencido a direcionarem seus recursos para as novas operações financeiras. Nesse sentido, embora cercado de generalizações, esses

jornais não deixaram de refletir [...] “o pasmo conservador pelo desaparecimento de limites rígidos de participação em determinado *status* social” (LEVY, 1977, p. 163).

Logo após o momento de euforia do Encilhamento, não era raro encontrar indivíduos que compraram ações dessas empresas “fictícias” e perderam seus recursos. Com o estouro da bolha no mercado de capitais os valores das ações despencaram e em 1891 as falências de companhias já se multiplicavam. Em resposta à crise foi estruturada uma série de regulamentos que visavam coibir a prática de fraudes financeiras. Como exemplo, foram instituídos o decreto 434, em 4 de julho de 1891 e o decreto 603, em 17 de outubro de 1891. Esses decretos tinham como objetivo, impedir a criação de empresas fraudulentas aumentando a exigência de integralização do capital para negociação de ações no mercado, a qual passou de 20% para 40% dos recursos da companhia. Dessa maneira, o aumento da exigência do nível de capital integralizado para a venda de ações, obrigou os fundadores da companhia a colocarem mais de seus próprios recursos em risco antes da tentativa de atrair novos investidores para a companhia (MUSACCHIO, 2009, p. 43).

Portanto, a Crise do Encilhamento foi caracterizada pela descoberta de fraudes, especulação e alta inflação. Com o aumento da oferta monetária e conseqüente inflação, ocorreu a desvalorização do mil-réis, fator que tornou a importação de produtos estrangeiros ainda mais cara (HANLEY, 2001, p. 122). Em decorrência desse aumento dos preços ocorreu o declínio do nível de importação. Dessa maneira, como os impostos sobre os produtos estrangeiros eram a principal fonte de recursos do governo federal, a queda no nível de arrecadação teve um grande impacto em seu orçamento. Paralelamente a esse processo, observou-se um aumento do serviço da dívida, condição que agravou ainda mais a crise fiscal do Estado.

Em resposta a esse contexto de alta generalizada dos preços e desvalorização do mil-réis, a estratégia do governo foi a redução da quantidade de moeda em circulação. Nesse cenário, muitos bancos nacionais sofreram crises de liquidez e decretaram falência. Por outro lado, embora os efeitos da Crise do Encilhamento tenham se estendido até o fim da década de 1890, sob os efeitos de regras mais rígidas para a abertura de empresas de capital aberto e política monetária restritiva, a lei de responsabilidade limitada foi mantida (HANLEY, 2001, p. 123).

A partir dessa mudança institucional, a dinâmica de acesso ao mercado de capitais sofreu transformações não apenas quantitativas, mas também estruturais. Dessa maneira, o grupo de empresas organizadas sob o formato de Sociedades Anônimas não se restringia à

companhias ferroviárias ou de melhoramentos urbanos, que dispunham do suporte e garantia de lucros do governo. Mas passou a fornecer recursos para outras empresas⁵ que atendiam a demanda do mercado interno, impulsionado pela cultura e exportação do café. Portanto, a Lei de Responsabilidade Limitada continuou sendo essencial para o acesso de novos empreendimentos ao financiamento por meio do mercado de capitais, auxiliando o processo de diversificação da produção industrial em São Paulo (HANLEY, 2001, p. 123).

Ao analisar a Crise do Encilhamento e seus efeitos adversos de alta inflação, quebra de bancos e desconfiança de investidores, surge o questionamento das consequências desse curto período de euforia para o desenvolvimento econômico de longo prazo. De um lado observa-se um cenário no qual companhias industriais recém-estabelecidas, e em grande parte dependentes de importação de equipamentos e matérias-primas, enfrentam dificuldade para adquirir insumos em decorrência da desvalorização cambial. Além disso, elas passam a atuar em um cenário de estagnação econômica e redução de lucros, provocados também pelo aumento dos impostos sobre transações comerciais. Por outro lado, a expansão dos meios de pagamento e o conseqüente aumento de liquidez na economia atraíram investidores dispostos a alocar seus recursos para o investimento inicial dessas companhias (CANO, 1975, p. 140).

Dentre esse debate⁶, Wilson Cano fez uma crítica à interpretação, presente na literatura econômica, sobre o período do Encilhamento apenas como um momento instantâneo de euforia gerado pelo “aumento desordenado da produção de moeda”. A ênfase da atribuição desse episódio à intensa especulação no mercado financeiro aliado à criação de companhias “fantasmas” acaba ofuscando a correta análise de seu papel e subestimando seus efeitos para a economia. De maneira análoga, outras perspectivas como as que:

[...] tentam mostrar que os possíveis efeitos positivos gerados pela expansão bancária e os meios de pagamento teriam sido anulados ou compensados pela desvalorização cambial e pela alta interna de preços, ambas aumentando os custos de inversão e de produção internos, [...] prestaram um desserviço à correta compreensão do período. (CANO, 1975, p. 140).

⁵ No decorrer da pesquisa foi possível observar no Diário Oficial de São Paulo entre 1891 e 1940, por exemplo, a publicação de oferta de ações e demonstrações contábeis de companhias de segmentos variados como cerâmica, vidraria, cervejarias, indústria têxtil, e química.

⁶ A questão dos efeitos de longo prazo do Encilhamento para o desenvolvimento do setor produtivo ainda é um tema que apresenta divergência entre autores na historiografia econômica brasileira. Como exemplo de autores que questionam o papel do Encilhamento como uma contribuição real para a economia, Versiani e Versiani (1974, p. 56) não consideram que esse episódio tenha refletido em grandes investimentos voltados ao aumento da capacidade da indústria têxtil. Dessa maneira, a partir da análise dos dados disponíveis na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, os autores destacaram que não houve aumento expressivo no estoque real de capital da indústria. Esse argumento é explicado pelo fato de que cerca de 72% do crescimento verificado no mercado de capitais, teria sido decorrente da distribuição de títulos de bonificações.

A crítica da visão do período do Encilhamento como um fenômeno puramente ilusório, de especulação financeira, se origina pela forma que ela negligencia as reações defasadas entre aumento da oferta monetária, a elevação da taxa de câmbio e o aumento da inflação (CANO, 1975, p. 140; FISHLOW, 1972, p. 13). Em outras palavras, essa interpretação considera que com a elevação da quantidade de moeda em circulação ocorreu a elevação quase instantânea de preços e desvalorização proporcional da taxa de câmbio. A partir daí, os efeitos do aumento da liquidez para a elevação real da capacidade produtiva teriam sido anulados pela alta inflação e desvalorização cambial, sendo negligenciados assim os possíveis efeitos desse momento para o crescimento industrial no longo prazo.

Albert Fishlow, por exemplo, ao observar o comportamento da indústria têxtil no Encilhamento⁷ constatou que, além do aumento nominal do capital dos novos estabelecimentos, essa indústria apresentou uma ampliação de sua capacidade produtiva. Portanto, para esse segmento foi observado uma expansão real e de longo prazo no período. Uma prova da solidez que esse episódio representou para as indústrias de algodão foi que: “[...] das 198 fábricas em operação no ano de 1912, 33 foram fundadas no período 1890-1894, e muitas das 23 registradas como pertencentes ao período 1885-1889 foram fundadas sem dúvida alguma, em 1889” (FISHLOW, 1972, p. 13). Dessa maneira, o aumento no número de fábricas no período indica que o Encilhamento foi muito além de uma euforia momentânea, sob as quais seus efeitos para a economia se dissipam como fumaça.

De maneira análoga, a partir do estudo do arquivo de registro das sociedades anônimas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, Maria Bárbara Levy constatou que a grande maioria das empresas registradas no ano de 1891 mantiveram seus títulos⁸ cotados no mercado por pelo menos 40 anos. Por conseguinte, a longevidade dessas empresas no mercado de capitais se mostrou como um bom indicador da solidez do desenvolvimento produtivo promovido pelo Encilhamento (LEVY, 1977, p. 173).

A partir de uma abordagem mais ampla, por meio da análise de dados de vários setores industriais, Suzigan encontrou conclusões semelhantes às obtidas por Fishlow (1972) e Levy (1977).

⁷ De acordo com Fishlow (1972, p.12) no período entre 15 de novembro de 1889 e outubro de 1890 o valor referente ao capital nominal da indústria têxtil aumentou em 25% atingindo cerca de 47.540 contos no final do período.

⁸ Para tal observação Levy (1977, p. 173) partiu observação das companhias verificadas no ano de 1891 e seu capital realizado,

Desse modo, foram descobertos indicadores confiáveis⁹ que apontaram o crescimento expressivo do segmento industrial no período do Encilhamento. A partir do estudo dos materiais encontrados o autor descobriu que: “Os dados indicam a ocorrência de um pico no investimento industrial durante o Encilhamento: as exportações de maquinaria industrial para o Brasil aumentaram cerca de 30% em 1890 e mais 70% em 1891!” (SUZIGAN, 2000, p. 50) Portanto, assim como Albert Fishlow, Suzigan observa que apesar da instabilidade econômica gerada no fim do período do Encilhamento, esse episódio teve resultados concretos para a indústria. A facilidade na obtenção de empréstimos para os investimentos teria contribuído para a consolidação de projetos industriais. Nesse sentido cabe salientar que a acumulação de capital nas fábricas pode ter ocorrido justamente em um período onde a atividade agrícola de exportação atingia seu ápice.

Qual seria então a explicação para que esse curto momento de expansão não fosse completamente neutralizado pela alta inflação e desvalorização cambial? De acordo com Fishlow (1972, p. 13) a chave desse processo foi a existência de uma “dessincronização de resposta” entre as variáveis macroeconômicas, mais especificamente, do nível de moeda em circulação e taxa de câmbio. Nesse sentido, observou-se que o mil-réis não se desvalorizou imediatamente em decorrência aumento da oferta monetária. Em junho de 1891, por exemplo, o nível de desvalorização cambial ainda estava a menos de um terço de seu declínio completo. Esse fator favoreceu a compra de bens de produção e insumos estrangeiros, viabilizando a ampliação da capacidade produtiva industrial. Ou seja, nesse cenário, para os produtores ainda era possível a encomenda e o pagamento de máquinas em condições vantajosas com as “novas moedas”, emitidas pelos bancos certo tempo antes.

Outro indicador da materialização do crescimento industrial na época foi o aumento da importação dos bens de capital da Inglaterra em cerca de 70% entre 1890-1894, se comparado com a década anterior. Para se perceber a relevância apresentada pelo período do Encilhamento para o investimento industrial, vale ressaltar que o nível real da importação de máquinas e equipamentos em termos absolutos não foi ultrapassado por outro quinquênio até o ano de 1909 (FISHLOW, 1972, p. 13).

No entanto, após 1893 os efeitos da desvalorização cambial já podiam ser sentidos pelo segmento industrial, onerando gradativamente o valor de artigos importados, esse fator

⁹ Para estimar o crescimento industrial Suzigan (2000, p. 50), utilizou como indicador dados internacionais relacionados à exportação de equipamentos para o Brasil e dados de importação de máquinas direcionadas à indústria. De maneira adicional, o autor buscou o registro de novas empresas industriais, fundadas na época, além de dados relacionados à expansão de fábricas no mesmo período.

fez com que as casas importadoras ficassem mais receosas na concessão de crédito aos consumidores. Nessas condições, o processo de substituição de importações acabou sendo incentivado (FISHLOW, 1972, p. 13). Por conseguinte, a partir desse contexto é possível inferir duas implicações decorrentes do Encilhamento e sua posterior crise para a indústria têxtil. Inicialmente, quando o valor da taxa de câmbio ainda era favorável à importação, essas empresas conseguiram obter recursos e condições oportunas para adquirir bens de capital necessários a sua produção. Por outro lado, quando o mil-réis se desvalorizou, a compra de máquinas e equipamentos do exterior se tornou onerosa. Não obstante, grande parte do investimento necessário à produção já havia se consolidado e a desvalorização cambial acabou se tornando benéfica às fábricas nacionais, visto que forneceu proteção à produção brasileira contra a concorrência dos tecidos estrangeiros.

A partir da observação dos reflexos do período do Encilhamento no longo prazo analisadas por Fishlow (1972), Cano (1975), Levy (1977), e Suzigan (2000), torna-se intrigante observar que o nascimento e ampliação da empresa que este trabalho pretende estudar, a Companhia Antarctica Paulista, ocorreu no mesmo período. Embora não seja o objetivo desse trabalho mensurar ou trazer respostas sobre seus reais efeitos sobre a companhia, o caso da Antarctica no contexto da época merece uma reflexão. Nesse sentido, cabe notar que a empresa obteve grande aporte recursos no mercado de títulos, conseguindo não só ampliar sua produção, mas se estabelecer no longo prazo, conquistando grande parcela do mercado nacional de bebidas. Dessa maneira, ainda que esse seja um debate para estudos posteriores, é provável que a Antarctica possa ser mais um “caso de sucesso” derivado desse curto episódio.

2.2 O CONTEXTO DA FORMAÇÃO ECONÔMICA E SOCIAL EM SÃO PAULO E A ATIVIDADE CAFEIEIRA

O contexto da formação econômica de São Paulo, que ofereceu as bases para sua consolidação industrial, estava fundamentalmente alicerçado no comércio internacional de café (CANO, 1975; DEAN, 1971; MELLO, 1991). Portanto, para a compreensão das condições básicas do surgimento da indústria na região, é indispensável entender a dinâmica da evolução da atividade cafeeira, assim como as mudanças econômicas e sociais e que ela provocou entre o fim do século XIX e início do século XX.

O cultivo do café chegou às montanhas acima do Rio de Janeiro já no início do século XIX. Posteriormente os cafezais foram observados também em São Paulo. Em 1850, por exemplo, essa cultura possuía notável presença no Vale do Paraíba alcançando a região de Campinas e a capital provincial. Ao final do século XIX, a atividade cafeeira já havia se estabelecido na região (DEAN, 1971, p. 9). O crescimento da produção nesse período se deu em resposta ao aumento da demanda pela bebida no contexto mundial e a maneira como ela passou a se adequar não só aos hábitos culturais, mas também sociais e econômicos dos países industrializados.

A população dos Estados Unidos, por exemplo, triplicou entre 1850 e 1900, fato que por si só já significou um grande reflexo na elevação do consumo de café. Embora o acréscimo populacional no país tenha ocorrido predominantemente pela imigração, o efeito para a elevação da demanda pela bebida foi positivo. Dessa maneira, ainda que o imigrante europeu não tivesse o hábito de consumir o café quando estava em seu país de origem, nos EUA ele entrou em contato com uma população já habituada a essa bebida e acabou a incorporando em seu dia a dia (DELFIM NETTO, 2009, p. 44).

Na Europa também se observou o aumento da importação do café brasileiro. Este crescimento ocorreu não somente pelo aumento em 50% da população em meio século, mas principalmente pela elevação dos níveis de renda dentre os países do continente. Dessa maneira, observaram-se na Europa taxas de crescimento¹⁰ de renda *per capita* que giravam entre 15,5% e 31,5% a partir da segunda metade do século XIX. Assim, “são essas taxas de aumento do rendimento *per capita* que explicam o alto dinamismo da procura do café, que passou de 5 milhões de sacas nos anos 50 do século passado para pouco mais de 10 milhões nos anos 80 e andava por volta de 14 milhões no fim do século passado” (DELFIM NETTO, 2009, p. 44).

A expansão do mercado para o café brasileiro ainda ia além das questões relacionadas ao progresso da renda na economia mundial e mudanças culturais ocorridas nos movimentos de imigração. De alguma maneira, seu consumo se adequava ao novo estilo de vida e organização do trabalho no sistema capitalista. Nesse sentido, em um contexto de avanço da industrialização nas regiões centrais da Europa e Estados Unidos, o café brasileiro de baixa qualidade e, por conseguinte, menor custo, se adequava principalmente a necessidade de consumo da classe trabalhadora industrial (DEAN, 1971, p. 9).

¹⁰O valor de 15,5 % corresponde ao crescimento do rendimento real *per capita* da França no período entre 1840-1849 e 1880-1899. O valor de 31,5% representa a taxa de crescimento do rendimento *per capita* da Alemanha entre 1860-1879 e 1880-1899 (DELFIM NETTO, 2009, p. 44).

Para entender o avanço econômico provocado pelo cultivo do café em São Paulo é necessário compreender os moldes da organização do país no período da Primeira República. A partir dessa perspectiva, a seguir será exposta uma breve observação em relação ao modo de distribuição das ações atribuídas aos estados e à União no período.

Após a queda do governo imperial, convocou-se uma Assembleia Constituinte. Rui Barbosa argumentava que essa reforma seria necessária para dar uma forma constitucional ao Brasil, que dessa maneira, conquistaria maior confiança perante outros países, facilitando a obtenção de crédito do exterior. Por conseguinte, após discussões e emendas foi promulgado o texto de 24 de fevereiro de 1891 (FAUSTO, 2006, p. 249).

A primeira Constituição republicana promulgada no Brasil foi baseada no modelo dos Estados Unidos, caracterizado pela República federativa liberal. Isso quer dizer que nesse período os Estados (antigas províncias) passaram a ser dotados de autonomia frente ao governo central, atribuição que estava presente no artigo 65 § 2º da Constituição. Essa nova configuração permitiu que os Estados pudessem organizar suas próprias forças militares estaduais e ter inclusive, a garantia de contratar empréstimos do exterior, sem a necessidade de autorização do governo central. Por outro lado, à União ficou garantido o poder de intervenção nos Estados para o restabelecimento da ordem, o direito de criar bancos emissores de moeda e a manter as forças armadas nacionais (FAUSTO, 2006, p. 249).

Outra importante característica estabelecida na primeira Constituição da República foi o modo de distribuição da arrecadação de tributos. A União ficou com os impostos de importação e os Estados tinham direito às taxas de exportação (FAUSTO, 2006, p. 251). Nesse contexto, a arrecadação sobre produtos exportados não derivavam apenas da venda de artigos para outros países, mas também incidia sobre o comércio de mercadorias para outros estados do Brasil. Essa distribuição permitiu a São Paulo, como importante centro agrícola exportador do período, concentrar grande parte de seus recursos no estado, assim como possuir uma política própria em benefício dos cafeicultores, estimular o comércio e efetuar melhorias urbanas.

O café, além de qualquer outra atividade exportadora, foi o pilar do crescimento industrial no Brasil pelo menos até o fim da década de 1920 (SUZIGAN, 2000, p. 16). De outra maneira, ele representou uma fase de transição na organização econômica e social do Brasil proporcionando as condições necessárias para o estabelecimento de uma indústria ainda incipiente. A principal mudança provocada pela produção e comercialização do café foi a consolidação do uso do dinheiro nas trocas. Nesse sentido a cultura do café foi fundamental

para a industrialização em São Paulo porque sua produção estabeleceu um dos principais pré-requisitos para o modelo capitalista de produção: a economia monetária. Nas fases anteriores ao início do cultivo cafeeiro, as fazendas paulistas e os proprietários de terra direcionavam sua produção, em grande parte, para a agricultura de subsistência. Nesse contexto, não havia a presença de um sistema comercial consolidado e, portanto, a necessidade da posse de moeda era relativamente baixa. Em decorrência dessa característica, antes de 1872 havia somente dois bancos em operação em São Paulo, os quais eram apenas filiais de empresas instaladas no Rio de Janeiro (DEAN, 1971, p. 9).

De modo evidente, para manter o trabalho escravo não havia a preocupação para o pagamento de salários por parte dos fazendeiros e os produtos para a subsistência eram produzidos quase inteiramente dentro da própria fazenda. Por outro lado, com a abolição da escravatura em 1888, foi necessário atrair imigrantes para o trabalho nas lavouras, os quais somente se disponibilizariam a deixar seus países de origem se lhes fossem dadas a garantia do recebimento de sua remuneração em dinheiro. O objetivo de conseguir trabalhadores para as lavouras foi atingido, estima-se que dois terços dos imigrantes que chegavam a São Paulo eram empregados nos cafezais. A partir de então, se propagou a utilização da mão de obra livre assalariada no sistema de produção agrícola de exportação (SILVA, 1981, p. 48).

O contrato de trabalho redigido na época instituía o salário proporcional ao número de pés de café sob os cuidados do trabalhador, essa era a parte fixa da remuneração. Adicionalmente, o imigrante poderia obter um ganho marginal em função da quantidade de café produzida. Além do salário recebido em dinheiro, o camponês dispunha de uma parcela de terra, a qual poderia se dedicar à cultura de alimentos para sua subsistência e a de sua família. Nesse lote só poderiam ser cultivados gêneros previamente autorizados pelo fazendeiro como: milho, mandioca e feijão preto (SILVA, 1981, p. 48). Dessa maneira o trabalhador não precisava direcionar uma parcela do seu salário para a compra desses itens, visto que parte dos alimentos que precisava já eram obtidos por ele por meio do cultivo das terras. Nesse contexto, ainda que se observasse o regime de produção assalariado, a demanda por moeda para transações era reduzida visto que ainda era predominante a agricultura de subsistência.

Com a expansão do comércio de café esse cenário começou a mudar de forma mais evidente. Como o foco da produção e acumulação estava nos cafezais, não era mais interessante do ponto de vista econômico, que os esforços dos trabalhadores e as terras disponíveis fossem direcionados para a agricultura de subsistência. Dessa maneira, os colonos

eram muitas vezes proibidos pelos fazendeiros de plantar outros alimentos depois que as lavouras de café alcançassem maturidade. Nesse sentido, “a interdição cada vez mais frequente das culturas intercaladas apareceu como um meio de aumentar a rentabilidade das plantações às custas dos trabalhadores” (SILVA, 1981, p. 49). Esse fator aumentava ainda mais a necessidade da posse de moeda dos imigrantes, os quais tinham como única alternativa despendar sua renda no comércio local.

Além da expansão do mercado interno para alimentos e artigos manufaturados, o aumento da utilização de moeda gerou a base para a consolidação das formas de financiamento ou obtenção de capital industrial por meio da venda de ativos. Por conseguinte, a partir do momento em que a terra passou a ser quantificada em valores monetários ela pôde ser vendida ou até mesmo oferecida como garantia na obtenção de empréstimos hipotecários para investimentos na produção. Dentro desse contexto, observou-se uma mudança de comportamento dos próprios produtores, os quais os interesses econômicos começaram a se expandir além das fronteiras dos cafezais, alcançando aspectos comerciais e até financeiros de seu negócio. Em meio às transformações provocadas pelo café, os fazendeiros se habituaram a frequentar mais as cidades, que foram alcançando maior importância econômica. Por alguns deles, os lucros provenientes do campo foram direcionados a outras atividades como: a criação de instituições bancárias, atividades imobiliárias, investimento em estradas de ferro ou atividades de exportação (DEAN, 1971, p. 12).

A observação da necessidade recorrente de expansão dos cafezais para o aumento da quantidade produzida no período leva a crer que houve a quase ausência de progresso técnico na produção. Isso quer dizer que com o desenvolvimento do comércio do café até foram observados progressos em outras áreas como: transporte, beneficiamento e organização comercial, mas não necessariamente na produção. Dado a estagnação técnica, o salário real dos trabalhadores somente poderia aumentar por fatores externos, ou seja, quando o preço da venda do café aumentasse no mercado mundial. Somava-se ao baixo poder de compra dos colonos, sua baixa propensão ao consumo. Dessa maneira, com esperança de voltarem aos seus países de origem e conquistarem uma vida melhor, possuíam a tendência de guardar parte de seu salário obtido nas lavouras (DEAN, 1971, p. 14).

Nesse cenário, o desenvolvimento da manufatura ficou limitado, pois com a estagnação da produtividade dos cafezais e a conseqüente falta de crescimento da renda dos trabalhadores, a demanda por artigos de consumo enfrentava significativas restrições. Por outro lado a estagnação técnica do cultivo do café também não incentivava o desenvolvimento

do mercado de máquinas e equipamentos. Nas configurações da época, o cultivo do produto não exigia muito mais do que utensílios rudimentares como enxadas, perneiras, ou sacos de algodão para a embalagem do produto (DEAN, 1971, p. 14).

Apesar da escassez de evolução técnica em seu processo produtivo, a contribuição do café para o desenvolvimento incipiente da indústria nacional, assim como as transformações sociais e econômicas provocadas por esse segmento, é inegável. Especialmente em São Paulo, onde a produção cafeeira apresentou maior dinamismo se comparado ao restante do país, essa atividade econômica permitiu romper problemas de infraestrutura básicos e viabilizar o desenvolvimento da indústria nascente. De outra maneira, parte do capital derivado da cultura do café foi direcionado para o desenvolvimento do setor de transporte ferroviário, portos e serviços de utilidade pública, melhorias que também deram suporte às manufaturas. O desenvolvimento de ferrovias, por exemplo, possibilitou o transporte de insumos para as empresas industriais, além disso, facilitou a distribuição de mercadorias no mercado interno (CANO, 1975, p. 228). Embora na época a atividade industrial ainda fosse cercada de incertezas, todas essas mudanças permitiram reduzir os custos de investimento e de produção nas fábricas tornando o ambiente para sua implantação menos hostil aos negócios.

Além do progresso no suporte em infraestrutura para produção, a atividade cafeeira provocou uma transformação na provisão de trabalhadores para a indústria. Isso ocorreu não somente pela presença da mão de obra nativa e imigrante, adaptada à necessidade do trabalho contínuo, mas também por trabalhadores qualificados trazidos da Europa originalmente para gerenciamento dos cafezais ou construção das ferrovias. Aliado a esses imigrantes, as fábricas puderam dispor de técnicos formados nos novos institutos de educação superior de São Paulo. De maneira complementar, o desenvolvido segmento agrícola paulista foi capaz de oferecer alimentos para suprir o novo contingente de trabalhadores urbanos, além de garantir parte dos insumos necessários à indústria infante (CANO, 1975, p. 228; DEAN, 1971, p. 17).

No entanto, a questão do nível de desenvolvimento da produção agrícola disponível para dar suporte ao crescimento urbano, ainda é controversa na historiografia econômica do período. Nesse sentido, o grau de desenvolvimento da agricultura parece não ter sido suficiente para o abastecimento da força de trabalho industrial. Segundo João Manoel Cardoso de Mello a necessidade da pré-existência de alimentos e produtos manufaturados, costumeiramente consumidos pelos trabalhadores assalariados, fez com que o desenvolvimento industrial dependesse mais uma vez da oferta de divisas para importação dessas mercadorias. O cenário de insuficiência da oferta de produtos nacionais era observado

na época porque “[...] não se verificou uma transformação anterior da agricultura, com a criação de uma vigorosa agricultura mercantil de alimentos capitalista ou não” (MELLO, 1991, p. 100). Nesse sentido vale lembrar, como comentado anteriormente, que o modo de produção agrícola, inclusive do café, tinha a expansão de sua produção baseado não no aumento da produtividade, mas na extensão das fronteiras geográficas do cultivo. Esse fato pode ser uma explicação razoável para a possibilidade da produção no campo não dispor de condições necessárias para atender a repentina elevação da demanda causada pelo aumento do contingente de trabalhadores urbanos.

Da mesma maneira, a demanda por bens de consumo manufaturados foi suprida pela importação, visto que o país também não dispunha de produção mercantil ou de uma pequena manufatura para atender a necessidade dos novos trabalhadores. As importações de alimentos e outros bens de consumo implicaram no aumento da exigência de divisas estrangeiras, as quais só puderam ser obtidas por meio do complexo exportador de café (MELLO, 1991, p. 100). Assim, o capital cafeeiro foi essencial para transpor, mais uma vez, a barreira em relação ao estabelecimento do contingente de mão de obra fabril.

De maneira análoga, a produção nas fábricas necessitava de matéria prima importada e máquinas para estabelecer sua produção. Portanto, [...] a transformação do capital monetário em meios de produção estaria, do mesmo modo, atrelada à geração de divisas do complexo exportador cafeeiro, direta ou indiretamente, ao promover a entrada líquida de capitais externos. (MELLO, 1991, p. 100). Além disso, as próprias fontes de energia para operação das fábricas dependiam, em última instância, da geração de recursos providos pela atividade exportadora. Inicialmente, com máquinas operando motores a vapor, era necessária a importação de lenha ou carvão. Importação que utilizava as divisas originadas pelo comércio de café. Posteriormente, as novas fábricas se beneficiaram da infraestrutura na geração energia elétrica viabilizada também pelo capital cafeeiro. Muitos cafeicultores viam no investimento em sistemas urbanos de hidrelétricas uma forma de tornar as cidades do interior mais elegantes, dispendo de invenções modernas. Outras usinas de maior porte foram as de São Paulo e Sorocaba, ambas construídas por empresas estrangeiras¹¹. Essas, embora não ligadas diretamente ao capital cafeeiro, se alicerçavam na perspectiva de crescimento das cidades. Expansão urbana que dependia, invariavelmente, do crescimento do comércio

¹¹ Warren Dean cita como maior fusão de capital a da *São Paulo Tramway e Light and Power Company*, a qual foi estabelecida em 1899, responsável por operar os bondes elétricos. Posteriormente, a canadense *Light and Power Company* foi adquirindo outras pequenas companhias locais energia, telefone e gás. (DEAN, 1976, p.15)

primário-exportador (DEAN, 1971, p. 14). Nesse estágio da exposição já não deve restar dúvida, em um sentido mais amplo, de que o complexo cafeeiro foi essencial ao estabelecimento da indústria em São Paulo.

Entre o fim do século XIX e início do século XX, embora fosse relativamente rudimentar, a indústria nacional já era responsável por produzir ampla gama de artigos. Essas fábricas contribuíam para reduzir a pressão da necessidade de divisas estrangeiras para a compra de mercadorias mais elementares, consumidas pela população. Com o passar dos anos, a indústria paulista foi adquirindo maior notoriedade no cenário nacional. Na década de 1920, São Paulo ultrapassou o Rio de Janeiro (na época a capital do país) e passou a ser considerado o centro industrial mais importante do Brasil. A evolução da indústria na região ocorreu de forma tão ampla que já por volta de 1940 o Estado concentrava o maior nível de manufaturas da América Latina (DEAN, 1971, p. 20).

A partir dessa perspectiva, a próxima seção irá expor como ocorreu a consolidação da indústria paulista, suas principais características, os primeiros empresários industriais e a importância do setor cervejeiro nesse período inicial de produção manufatureira.

2.3 O NASCIMENTO DA INDÚSTRIA PAULISTA E O PERFIL DOS INDUSTRIAIS BRASILEIROS

O capital industrial em São Paulo só começou a se expandir de maneira mais evidente nas duas últimas décadas do século XIX. Em decorrência disso, quase tudo que era consumido, desde os bens mais elementares como roupas e alimentos, tinham de ser importados. O êxito do comércio cafeeiro demandava para as lavouras o direcionamento quase integral da mão de obra empregada na agricultura de alimentos. Por outro lado, o alto nível de consumo de artigos estrangeiros, sinalizava o rápido crescimento das exportações de café, visto o crescimento das importações somente foram viáveis graças ao grande volume de divisas que entravam no Brasil. Esse cenário pôde ser observado na segunda metade da década de 1880. Nesse período o aumento da capacidade de produção do café aliado à elevação de preços internos e externos se refletiu, já em 1891, na expansão dos lucros da atividade cafeeira (CANO, 1975, p. 140).

Ao olhar para esse vultoso nível de importação apresentada na época, o leitor pode imaginar que ele seria uma barreira ao estabelecimento da manufatura nacional, dada a concorrência que ela representaria para as fábricas nacionais recém-estabelecidas. Ao inverso

disso, foi justamente o que fomentou o surgimento de empresas industriais, trazendo os importadores ao envolvimento com o processo de produção de diferentes artigos. Esse envolvimento muitas vezes ocorria pela própria inviabilidade econômica ou técnica que alguns produtos apresentavam ao embarcar em longas distâncias, encarecendo o frete. Frente a esse cenário, os próprios importadores muitas vezes tinham que finalizar no Brasil, a manufatura dos artigos cujo embarque acabado seria inviável ou muito caro. Como exemplos desses bens podem ser citados: pregos, cervejas e as caldeiras. Além disso, alguns alimentos como o biscoito e o macarrão, pereciam durante o longo período de viagem e distribuição no país, tornando os impróprios ao consumo da população. Outros materiais para construção como ferragens e materiais para encanamento, tinham como inconveniente o alto custo de armazenagem (DEAN, 1971, p. 27).

Nesse cenário, compensava para o importador efetuar o investimento em estruturas ou equipamentos que o permitisse complementar, ou iniciar a manufatura de artigos não atendidos adequadamente pelo mercado internacional. Nesse sentido, foram construídos fornos de tijolos e serrarias, as quais contribuíam também para a construção de suas pontes e maquinaria industrial. Além disso, o investimento em vidrarias possibilitou aos importadores o engarrafamento de seus produtos para distribuição (DEAN, 1971, p. 27). Dessa maneira, como recorrentemente as operações de remate envolviam matérias-primas locais, esse fator permitia reduzir ainda mais o custo das novas mercadorias.

A partir dessa perspectiva, é necessário ressaltar que os importadores, como classe industrial em formação, não derivavam sua acumulação da pequena indústria, mas da própria atividade comercial ligada ao comércio com o exterior. Essa atividade tinha estreitas relações com empresas estrangeiras. Dessa maneira, a origem desses comerciantes, predominantemente imigrantes, já os colocava em posição favorável dentro da atividade de exportação e importação. Atuando como representantes de empresas de outras nacionalidades cabiam a eles atuar na distribuição dos produtos no território nacional (SILVA, 1981, p. 101).

Por conseguinte, a posição estratégica do importador mais o aproximava do que o afastava da criação de uma indústria nacional. Muito mais do que outros indivíduos, ele possuía inegável experiência comercial e acesso aos canais de distribuição das mercadorias. No entanto, o fator essencial, que viabilizava a inserção dos importadores e os diferenciava dos demais agentes domésticos, era a facilidade de acesso ao financiamento. Essa questão é primordialmente interessante se for levado em conta que a escassez de capital no comércio paulista ocorria de maneira paralela à escassez de crédito para a comercialização de produtos.

A partir do contexto de dificuldades para a obtenção de recursos, onde então os importadores conseguiam obter financiamento? A resposta muitas vezes pode estar na ligação que esses homens de negócio teriam com seu país de origem, a possibilidade de acumulação de algum capital derivado de sua atividade comercial, ou a partir da criação de laços comerciais com fornecedores de diferentes nacionalidades. Nesse sentido, pode-se afirmar que:

A situação privilegiada do importador durante esse período implica particularmente a possibilidade de dispor de capitais relativamente importantes, seja aplicando lucros de seus próprios negócios, seja recorrendo ao crédito de bancos estrangeiros com os quais ele mantém relações comerciais. Graças ao controle do grande capital comercial, o importador está muitas vezes na origem das empresas industriais que se constituem a partir dos anos 1880. Muitas das vezes, ele age de modo a assumir o controle de empresas relativamente pequenas que, para crescer, apelam para suas disponibilidades em capitais (SILVA, 1981, p. 101).

Dessa maneira, as vias de acesso ao financiamento se davam de várias formas, seja por meio de fabricantes, empresas distribuidoras europeias, ou filiais de bancos europeus que tinham ligações com fabricantes ou casas de comércio estrangeiras. Essas ligações permitiam aos comerciantes até mesmo oferecer prazo para o pagamento de mercadorias para seus clientes no Brasil. Atrelado a esse fato, estava o contexto político e econômico da Europa, o qual exerceu um importante papel nas decisões estratégicas das matrizes. Assim, “na década que antecedeu a Primeira Guerra Mundial, quando o comércio exterior era incentivado por diversos governos europeus, colocou-se um crédito generoso à disposição de importadores para a instalação de equipamento industrial” (DEAN, 1971, p. 27).

No entanto, fora do contexto das importações, os recursos disponíveis para o financiamento industrial eram escassos e por isso era muito difícil o surgimento de capitalistas que não tinham ligações com esse segmento comercial. De outra maneira, só se apresentavam dois caminhos para esses indivíduos: adquirir o financiamento do importador e aceitar também seu controle, ou estabelecer uma casa importadora para, a partir de então, obter acesso ao crédito estrangeiro (DEAN, 1971, p. 27).

Na década de 1920, as atividades industriais operadas direta ou indiretamente por importadores, já atingiam uma ampla variedade de artigos e os processos industriais apresentavam relativo desenvolvimento. Entre essas atividades se destacavam:

[...] o controle de todas as fases da manufatura têxtil, da moagem, do engarrafamento da cerveja e de bebidas, da manufatura de ferragens, da forja de aço e do latão, da laminação de metais, da estampagem do alumínio, da esmaltagem do ferro fundido, do fabrico do papel, da refinação de óleos vegetais e de toda a sorte de máquinas feitas sob encomenda - elevadores, caldeiras, fornos, bombas, balanças e equipamentos de moagem (DEAN, 1971, p. 35).

Além das atividades de importação e manufatura, as empresas importadoras, aproveitaram sua capacidade para mobilizar crédito no exterior e começaram a agir como agentes comerciais dos novos empresários industriais. Desse modo, com ampla área de atuação, as atividades de compra e venda de produtos muitas vezes se confundiam com operações financeiras. Torna-se oportuno comentar que no fim do século XIX esse modelo de ação das firmas importadoras se fez presente tanto na Brahma quanto na Antarctica, as quais eram as duas maiores empresas do setor cervejeiro (KÖB, 2000, p. 38; MARQUES, 2014 p. 70).

No caso da Brahma, para obter recursos necessários à ampliação da produção, a empresa solicitou um empréstimo à importadora Herm. Stoltz & Cia¹². Por outro lado, como parte do contrato firmado em março de 1896, era garantido a Stoltz o fornecimento da matéria-prima, recorrentemente adquirida na Alemanha. Também cabia à firma importadora a distribuição de parte da produção da empresa no país por meio de cabotagem. A relação entre a Brahma e a Herm. Stoltz foi além do provimento de recursos e distribuição da bebida no país. Georg Maschke, sócio gerente da cervejaria, tinha sociedade com Hoelck¹³, que ocupava o cargo de gerente geral da importadora no momento da solicitação do empréstimo de 1896 (MARQUES, 2014, p. 71).

De maneira análoga, a Companhia Antarctica Paulista teve estreitas relações com uma firma importadora. Apareciam em seu quadro de acionistas Adam Dietrich von Bülow e João Carlos Antônio Zerrenner, alemães naturalizados brasileiros e proprietários da empresa comercial importadora Zerrenner, Bülow & Cia. Essa firma desempenhou um papel fundamental na expansão da companhia. Além de importar máquinas da Alemanha, a comercial importadora disponibilizou a quantia de 860 contos de seu capital para empréstimos direcionados à cervejaria (KÖB, 2000, p. 34). A relação entre Zerrenner, Bülow & Cia e a Companhia Antarctica Paulista será abordada com mais detalhes no capítulo 4 deste trabalho.

A constituição da indústria de São Paulo não se restringiu à figura do empresário-importador. Os fazendeiros paulistas também fizeram parte do contexto de mudança social e econômica, não somente sob a forma de transição para trabalho assalariado e a direção da

¹² A Herm. & Stoltz, com sede em Hamburgo, tinha um amplo leque de atuação. Além da importação de mercadorias a empresa também cumpria o papel de agente de seguros. Portanto, pode se dizer que: “cabotagem, representação comercial de fábricas de locomotivas e navios, importação de mercadorias diversas; não havia fronteira nítida entre a empresa mercantil e financeira” (MARQUES, 2014, p. 71).

¹³ Partindo da estreita relação entre as duas empresas, em 1896, Hoelck chegou a tentar a negociação de um empréstimo em nome da Brahma, na filial do *Brasilianische Bank für Deutschland*, no Rio de Janeiro. O empréstimo foi recusado pelo banco em decorrência da falta de garantia fornecida pela cervejaria, visto que as dívidas da empresa até 1896 representavam 52,59% dos ativos líquidos (MARQUES, 2014, p. 74).

construção de estradas de ferro. Vários fazendeiros e suas famílias chegaram a ter participações em empresas de corretagem e importação. Com o andamento de seus negócios no ramo do café e com o objetivo de valorizar suas propriedades, muitos ampliaram seu leque de atividades e iniciaram empreendimentos industriais (DEAN, 1971, p. 44).

Nesse sentido, como notáveis exemplos de empresas fundadas por fazendeiros, Cano (1975, p. 139) observou no censo de 1907: uma usina açucareira inaugurada em 1882, a presença de Companhia Melhoramentos de São Paulo em 1883, e de uma indústria têxtil em 1886. A Companhia Melhoramentos merece destaque por atuar na liderança da produção de papel, cal e cerâmica. De acordo com o censo de 1907, no período entre 1881 a 1886 as três empresas representavam 65% do capital empregado na indústria paulista. Outro exemplo que vale apenas destacar, por sua proximidade com a Cia. Antártica Paulista, é o caso Cia. Santa Marina. Fundada em 1892 contava com dois empresários do ramo de café em São Paulo, Antônio da Silva Prado e Elias Fausto Pacheco Jordão (MARQUES, 2014, p. 39). As características do protagonismo dos cafeicultores na transformação da economia paulista chamaram a atenção de Dean. De maneira recorrente, os proprietários de terra da América Latina no período, são retratados pela literatura como figuras extremamente conservadoras. Essa seria a classe que resiste às transformações, se prendendo a rotina do campo e ao seu modo de produção tradicional. No entanto, de maneira surpreendente, os cafeicultores paulistas parecem ter ido à contramão dessa tradicional característica. Nesse sentido, “os proprietários rurais não somente sobreviveram como classe, mas também dirigiram a passagem de uma cultura rotineira de cana de açúcar, no princípio do século XIX, para um sistema industrial nos meados do século XX” (DEAN, 1971, p. 41). Mas o que teria levado os cafeicultores de São Paulo a adotarem uma postura mais transformadora, e não conservadora, como se observa recorrentemente no padrão histórico latino-americano? A vasta atuação setorial assumida pelos empresários paulistas não é explicada simplesmente por características pessoais ou culturais, mais do que isso, esse tipo de comportamento se baseou em decisões econômicas. A onda de progresso do mercado cafeeiro, aliado à mão de obra livre, criou oportunidades que atraía os indivíduos do exterior e oferecia grandes possibilidades de ganho para comerciantes, produtores e empresários que sabiam se adaptar às exigências da nova economia de mercado.

Cabe notar aqui, que apesar da existência de investimentos dos fazendeiros em uma ampla variedade de atividades, inclusive na indústria, eles não formavam um projeto completo para o desenvolvimento manufatura paulista. Em outras palavras, embora a

atividade cafeeira e o decorrente aumento de renda e emprego de mão de obra livre tenham gerado o aumento da procura por produtos industrializados, não foi observado, por parte dos fazendeiros, um esforço deliberado para o suprimento dessa demanda. Dessa forma, ainda que sempre tenha se verificado a participação dos cafeicultores em empreendimentos industriais, os imigrantes assumiram um papel protagonista na produção manufatureira em São Paulo. (DEAN, 1971, p. 76).

3 O FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL E O DEBATE DO CASO BRASILEIRO

O caminho do desenvolvimento industrial não é único. As características desse trajeto, assim como as barreiras enfrentadas durante seu percurso, dependem de fatores ligados ao momento histórico no qual esse processo ocorre. Em países que possuem desenvolvimento tardio, como é o caso do Brasil, os desafios a serem enfrentados apresentam peculiaridades em relação ao caminho traçado pelos países adiantados. Nesses casos, a diferença ocorre não somente na velocidade do crescimento industrial, mas também está relacionado à estrutura produtiva e institucional que é criada ao longo desse processo (GERSCHENKRON, 2015, p. 69).

Sob essa perspectiva, um dos componentes da estrutura voltada à atividade produtiva, pode incluir os mecanismos que a indústria nacional possui para buscar novas formas de financiamento. A partir desse ponto, torna-se relevante destacar o papel do desenvolvimento do sistema financeiro formal no suporte a novas formas de investimentos na produção. Antes do estabelecimento desses intermediários financeiros, a possibilidade de obter sucesso na busca de recursos para os negócios era muito restrita. Nesse contexto, o acesso ao financiamento muitas vezes baseava-se na proximidade pessoal e confiança entre os credores e tomadores de empréstimo, o que também dependia da disposição e boa vontade desses poupadores (HANLEY, 2005, p. 7).

De outra maneira, com o desenvolvimento das instituições financeiras modernas como bancos e mercados de capitais, abriram-se novas possibilidades de alocação de fundos voltados a investimentos produtivos. Essa nova configuração permitiu transpor a barreira de conexões pessoais que limitava o acesso de recursos ao círculo social do qual o indivíduo fazia parte. Além disso, o volume de recursos disponíveis a esses empreendedores não mais se limitava ao nível da fortuna pessoal de sua rede de relacionamento. Sob essa perspectiva, é interessante destacar que o crescimento da oferta de crédito se refletiu tanto na ampliação da gama de indivíduos que passaram a ter acesso a novos fundos quanto na elevação da capacidade de recursos que poderiam ser disponibilizados por meio de bancos e mercados de capitais. Desse modo, é possível afirmar que:

Atuando em recursos de uma ampla comunidade de poupadores e tornando esses recursos disponíveis para investidores, as instituições formais de mercado de capital livrou o processo de desenvolvimento econômico de restrições de uma comunidade de recursos imediatos e facilitou o principal mecanismo que fomenta o crescimento econômico e desenvolvimento: o investimento em novas ou melhores ou mais produtivas atividades e técnicas. Intermediários formais ou impessoais são mais

eficientes e mais efetivos do que intermediários pessoais na promoção do desenvolvimento econômico, embora intermediários pessoais e impessoais possam coexistir (HANLEY, 2005, p. 7, tradução nossa).

Nesse sentido, observar como o contexto econômico e a ação de agentes financeiros atuaram no fomento à construção das bases da indústria em outros países, pode ajudar a trazer algumas reflexões sobre o papel das fontes de recursos no caso brasileiro.

A partir dessa perspectiva, o presente capítulo, na próxima seção, abordará as experiências de outros países no financiamento de sua indústria infante. Em seguida, será exposto o debate entre os autores em relação às fontes de financiamento disponíveis no Brasil na fase embrionária de sua industrialização.

3.1 OS BANCOS E O FINANCIAMENTO INDUSTRIAL: A EXPERIÊNCIA DE OUTROS PAÍSES

Na França e em grande parte da Europa, os bancos de investimento passaram a exercer um papel decisivo no processo de desenvolvimento. A função dessas instituições foi desde o financiamento da construção de ferrovias e modernização das cidades, até a criação de portos e investimento em fábricas (GERSCHENKRON, 2015, p. 75).

Anteriormente a política bancária francesa era muito diferente, operada pelos Rothschild, quase sempre se limitava aos empréstimos ao governo e operações de câmbio, não se voltando ao fomento da atividade industrial (GERSCHENKRON, 2015, p. 75). Anos mais tarde, surgiu o modo de atuação do *crédit mobilier*, caracterizado por bancos voltados à construção de ferrovias e outros financiamentos produtivos de longo prazo. Essa nova configuração do segmento de crédito se traduziu em um rompimento com os velhos moldes de atuação da atividade bancária. Em outras palavras, o *crédit mobilier* significou uma reorientação da atividade bancária para o desenvolvimento da indústria e modernização econômica.

Esse novo modelo de operação financeira, inicialmente estabelecida pelos Pereire na França, atingiu outros países da Europa a partir da segunda metade do século XIX. Não obstante, o processo de expansão do novo padrão de empréstimos representado pelo *credit mobilier* não foi a questão mais importante para o estabelecimento do financiamento à indústria nos países europeus. De outra maneira, o fator principal a ser observado é que esse modelo se constituiu no embrião do estabelecimento de uma nova e importante estrutura bancária: o banco universal (GERSCHENKRON, 2015, p. 76).

Assim, utilizando-se de parte do conceito de sucesso do *credit mobilier*, os bancos universais se diferenciavam do padrão de operação tradicionalmente adotado pelos bancos ingleses, os quais eram especializados no fornecimento de capital de curto prazo. Por outro lado, essas instituições também poderiam ser consideradas mais sólidas que os *credit mobiliers*, já que os últimos, por ter sua carteira saturada de operações de longo prazo, dependiam da evolução o favorável do mercado de capitais para manter suas atividades. Nesse sentido, os bancos universais contavam com a vantagem de ter em sua carteira o equilíbrio entre o financiamento industrial de longo prazo e operações voltadas para o curto prazo (GERSCHENKRON, 2015, p. 76). Em resumo, os bancos universais ao unir o modo de operação dos bancos ingleses, focados no financiamento de operações comerciais, e o suporte ao financiamento de longo prazo do *credit mobilier*, reduziam seu risco de crise de liquidez sem abrir mão de seu papel de agente propulsor do desenvolvimento.

O modelo de bancos universais foi observado pioneiramente e com notável sucesso na Alemanha. Aliás, esse país é capaz de representar um importante exemplo de como o desenvolvimento e diversificação das instituições financeiras se constituiu em uma característica importante no suporte ao acelerado processo de industrialização (HANLEY, 2005, p. 17). Assim como os bancos alemães, instituições austríacas e italianas também estabeleceram esse novo molde de operação, construindo importantes relações com empresas industriais. Nesse sentido, “um banco alemão como dizia o provérbio, acompanhava uma empresa do berço à sepultura, da fundação à liquidação, passando por todas as vicissitudes de sua existência” (GERSCHENKRON, 2015, p. 76).

Nesses bancos, a disponibilização do crédito para o setor produtivo se dava de maneira bastante peculiar. Embora estivessem economicamente dispostos à alocação de fundos voltados para atividades com maior prazo de maturação, os recursos eram formalmente disponibilizados na conta corrente do tomador, como empréstimos de curto prazo. Não obstante, esses créditos poderiam ter seus vencimentos renovados posteriormente, se convertendo em financiamento de longo prazo. Além de prover os recursos para investimentos industriais, os bancos participavam de decisões empresariais ao direcionar representantes para ocupar cargos de gerência nesses empreendimentos. Por conseguinte, essa interface permitiu a essas instituições, estenderem seu domínio além das esferas financeiras das firmas financiadas, alcançando também suas decisões estratégicas (GERSCHENKRON, 2015, p. 76).

Não obstante, na segunda metade do século XIX, os bancos comerciais alemães ainda não possuíam protagonismo na atividade econômica. Com o total da disponibilidade de capital equivalente à metade dos recursos dos bancos do Reino Unido, o sistema financeiro alemão foi menor que o britânico em quase todo o século XIX. Essa situação só começou a se alterar no fim do século. Nesse sentido, o crescimento dos bancos germânicos se acelerou em 1900 e seu capital já correspondia a 114% do Produto Nacional Bruto (PNB), contra 93% do Reino Unido (FOHLIN, 2011, p. 22).

Como comentado no início do capítulo, nem todos os países seguem o mesmo padrão de desenvolvimento. A evolução das bases industriais depende, entre outras coisas, do nível de acumulação e conjuntura mundial no qual o processo de industrialização se concretiza. O caso do nascimento da indústria na Inglaterra exprime como esses fatores são determinantes para explicar o formato das rotas do desenvolvimento, assim como demonstra a maneira pela qual importância das instituições financeiras varia em diferentes contextos. Nesse sentido, o processo de industrialização na Inglaterra teve a possibilidade de se desenvolver sem o apoio significativo de bancos de investimento de longo prazo. Uma das justificativas para essa independência se deriva de seu próprio pioneirismo mundial nas inovações dos modos de produção, caracterizadas pela Revolução Industrial. Por conseguinte, o país usufruiu da tranquilidade de conseguir se inserir paulatinamente no processo de industrialização, não demandando vultosos investimentos para se estabelecer no mercado internacional (FOHLIN, 2011, p. 8; GERSCHENKRON, 2015, p. 77).

O caso da industrialização da Inglaterra também se diferenciou dos padrões apresentados nos Estados Unidos e Alemanha, onde os empreendimentos seguiram o perfil da produção de larga escala e investimentos na indústria pesada e intensiva em capital. Isso ocorreu porque os países de industrialização tardia já se deparavam com a pressão de competir com a indústria inglesa. Essa competição demandava maior nível de desenvolvimento tecnológico e know-how. Por fim, a necessidade desse rápido avanço se traduziu na demanda por elevados aportes de recursos e, conseqüentemente, em instituições financeiras capazes de fornecer vultosos volumes de capital voltados a operações de longo prazo (HANLEY, 2005, p. 13).

De outra maneira, a pioneira manufatura britânica era caracterizada pela produção em menor escala e o foco na indústria leve, fator que reduziu o nível de recursos financeiros necessários para estabelecer a produção nacional. Curiosamente, foi justamente essa característica que derivou o debate em relação ao declínio da manufatura inglesa em períodos

posteriores, a qual acabou sendo ultrapassada pela produção de outros países como Estados Unidos e Alemanha (FOHLIN, 2011, p. 8; GERSCHENKRON, 2015, p. 77).

A acumulação primitiva de capital foi outro fator capaz de moldar a autonomia da indústria inglesa no decorrer de seu desenvolvimento. Esse estoque de recursos foi viabilizado primeiramente pelo bom desenvolvimento do comércio e da agricultura e depois foi alavancado pelos próprios ganhos iniciais de sua produção industrial pioneira. Por conseguinte, o contexto extremamente favorável, dispensou a necessidade de criação qualquer recurso institucional voltado para suprir a carência de financiamento de longo prazo ao segmento industrial. Gerschenkron (2015) enfatizou que países relativamente atrasados enfrentaram barreiras muito maiores para o desenvolvimento de seu processo de industrialização. Isso ocorre porque com a escassez de capital necessário para financiar o setor produtivo, o investimento industrial é cercado de incertezas. Além disso, o cenário internacional enfrentado por esses países é muito diferente daquele enfrentado pela Inglaterra no início de sua industrialização. Dessa maneira, o montante de recursos necessários para esse processo é maior visto que também “[...] há maior pressão pela grandeza, por causa do alcance do movimento de industrialização, do maior tamanho médio das fábricas e da concentração dos processos de industrialização em ramos cujo capital/produto é relativamente alta” (GERSCHENKRON, 2015, p. 77).

No início do século XIX, a Inglaterra já contava com pelo menos cinco grandes bancos nacionais. Não obstante, a principal característica do sistema bancário inglês foi a ausência do provimento de empréstimos de longo prazo voltados à indústria. Embora nas primeiras décadas do século XIX tenha-se verificado empréstimos bancários ao setor produtivo, a permanência desse crédito se dissipou com as recorrentes crises de liquidez observadas no período. Dessa maneira, é possível afirmar que na Inglaterra “a indústria contava com finanças internas e mercados de capitais para levantar fundos. Para pequenas empresas, o mercado informal de familiares e amigos era particularmente significativo; para grandes empresas, as bolsas de valores cumpriam esse papel” (ALLEN; GALE, 2000, p. 32, tradução nossa).

Diante das diferentes circunstâncias sob as quais se deparavam os países de industrialização tardia, em amplas áreas da Europa, desenvolveram-se bancos voltados a operações de investimento¹⁴. Nesse sentido, é possível afirmar que, “os bancos de investimento continentais ligados à indústria foram instrumentos específicos para a

¹⁴ De acordo com Gerschenkron (2015, p. 77) esse fenômeno pôde ser observado em algumas partes da Itália, Suíça, França e Bélgica.

industrialização nos países atrasados”¹⁵ (GERSCHENKRON, 2015, p. 77). Essa função se tornou bastante clara no território alemão, onde desde o início do processo de industrialização verificou-se a atração dos bancos pelo financiamento da indústria pesada. Como demandava alto volume de investimentos, esse setor de estratégico só pôde ser implementado considerando-se a disponibilidade de grande oferta de recursos financeiros viabilizados por essas instituições.

Nesse sentido, a integração entre bancos e indústria se mostrou tão forte na Alemanha, que o próprio processo de cartelização de seu setor produtivo foi explicado como reflexo da fusão bancária no país. A partir do contexto de concentração, o tamanho médio das fábricas apresentou contínuo crescimento. De maneira paralela, as instituições financeiras focavam o direcionamento de recursos para segmentos que apresentavam melhor oportunidade para o estabelecimento de carteis, garantindo assim o maior retorno dos investimentos e o controle do mercado (GERSCHENKRON, 2015, p. 77).

Com o passar dos anos, as indústrias germânicas alcançaram maturidade e autonomia e o forte domínio exercido pelas instituições financeiras tornou-se gradativamente enfraquecido. A evolução do processo independência das firmas já estabelecidas ocorreu de diferentes formas. Uma delas foi a alteração do formato de vínculo originalmente estabelecido com os bancos. Ironicamente, outras grandes empresas do setor de energia, as quais dependeram do apoio das instituições financeiras para se inserir no mercado, começaram a criar suas próprias casas bancárias. Nesse estágio pode-se considerar que a Alemanha já tinha atingido respeitável nível de desenvolvimento industrial. Não obstante, as “cicatrices” de seu atraso permaneceram na economia, assim como a tendência de forte relação entre os bancos e o setor produtivo (GERSCHENKRON, 2015, p. 85).

Na região norte da Europa observou-se maior influência do sistema financeiro alemão. Mais especificamente, na Áustria, Suíça e Suécia, os bancos alemães foram capazes de estabelecer estreitas ligações com o segmento industrial. Não obstante, vale destacar que na Suécia o capital dos bancos concentrava-se em depósitos de longo prazo. Essa característica reduzia os riscos intrínsecos ao financiamento de investimentos com maior prazo de maturação, visto que permitia maior controle dos encaixes por essas instituições (ALLEN; GALE, 2000, p. 38).

¹⁵ Gerschenkron (2015, p.77) afirma que essa atribuição deve trazer consigo a ressalva de que o grau de atraso da industrialização não ultrapasse certos limites, como ocorreu no caso de países Europeus como Itália e Alemanha.

Nas primeiras décadas do século XIX, da atuação dos bancos franceses ainda se concentrava no fornecimento do crédito comercial, voltado a operações de curto prazo. Nesse contexto as empresas industriais comumente utilizavam recursos próprios para o investimento em suas plantas industriais. Não obstante, ainda nesse período vale destacar o modo de operação do *Haute banque*, que ofereceu suporte à indústria siderúrgica e ferrovias por meio do oferecimento de crédito de médio prazo e participações nesses empreendimentos (BONIN,1993, p. 72).

Embora o sistema bancário francês tenha mostrado indícios de reestruturação no sentido do estabelecimento do modo de operação de bancos mistos¹⁶, a profundidade de sua contribuição para o desenvolvimento do segmento industrial da França foi contestada por Bonin (1993, p. 73). Nesse sentido, a estratégia dos bancos franceses diferiu-se do modo de operação dos bancos alemães, visto que não favoreceu a criação de grandes conglomerados financeiros.

Por conseguinte, a má articulação entre segmento bancário e industrial acabou por refletir-se no menor grau de solidez das indústrias francesas se comparado às empresas alemãs, financiadas por bancos universais. Nesse sentido, a ausência de um plano de operação no exterior impediu a contribuição mais eficiente dessas instituições bancárias no desenvolvimento setor produtivo da França. Assim, em outras palavras:

A Espanha comprou equipamentos de mineração ingleses, equipamentos ferroviários belgas, locomotivas e geradores alemães, graças ao dinheiro francês, porque aos bancos faltava um plano estratégico para o desenvolvimento da economia ibérica e seu potencial *feedback* para a França (BONIN,1993, p. 73, tradução nossa).

Na Itália, o sistema bancário voltado ao financiamento industrial se expandiu significativamente após 1895. Nesse período o nível de fundos agregados dessas instituições apresentava crescimento entre 6,5% e 7,2% ao ano. Embora os bancos universais italianos tenham se estabelecido tardiamente se comparado às instituições alemãs, os quatro mais representativos bancos do país apresentavam taxas de crescimento duas vezes maior em relação às casas germânicas de mesmo porte. Por outro lado, apesar de apresentar maiores níveis de crescimento, o setor ainda era menor do que o alemão. Em 1913, por exemplo, enquanto o nível de capital dos bancos germânicos alcançou 4,5 milhões de marcos *per capita*,

¹⁶ No caso da França pôde ser observado que os grupos ao redor do *Credit Industriel et Commercial*, o *Credit Lyonnais* e a *Societe Generale*, estimularam o estabelecimento do formato de banco universal. Esse modelo de operação apresentou maior sucesso se comparado ao padrão *Credit Mobilier*, que faliu em 1867 (BONIN,1993, p. 72)

na Itália esse valor correspondia pouco mais de 500 mil. Não obstante, “[...] os níveis reais de recursos bancários, assim como a formação de capital mostra uma magnitude similar de atraso entre os setores bancários germânicos e italianos” (FOHLIN, 2011, p. 24, tradução nossa).

O processo de consolidação das instituições de financiamento para as indústrias no Japão apresentou um padrão diferente do seguido pela Alemanha e Itália. Nesse país, a partir da formação de uma base industrial pouco representativa verificou-se a fraca ou inexistente pressão para provisão de meios de financiamento. Por conseguinte, a própria configuração do sistema produtivo da região não demandou a modernização do sistema financeiro em pelo menos grande parte do século XIX. Nesse sentido, o “gatilho” para o desenvolvimento de mecanismos de financiamento se derivou da ação deliberada do Estado para a modernização e avanço econômico. Essa mudança estrutural foi fundamental para prover o suporte de recursos à indústria nacional (FOHLIN, 2011, p. 26).

Sob essa perspectiva, a estratégia de ação do Estado para o desenvolvimento do sistema financeiro do Japão derivou-se da observação dos padrões de operação assumidos pelos bancos estrangeiros. Apesar da principal inspiração do governo japonês para a arquitetura do sistema bancário no país basear-se no modelo britânico, ele não era um padrão capaz de atender o grande volume de recursos demandados pelo desenvolvimento do setor industrial. Nesse sentido, muito além da configuração de bancos comerciais da Inglaterra, essencialmente voltados para o crédito de curto prazo, o financiamento do setor produtivo no Japão exigia maior robustez do sistema financeiro. Assim, de maneira semelhante aos bancos alemães, o sistema bancário do Japão deveria ser capaz de oferecer altos montantes de capital para o fomento à indústria, atuando no suporte a investimentos desde o início das operações dessas empresas (ISHII, 1991, p. 236).

Não obstante, torna-se oportuno destacar que o sistema financeiro japonês cumpriu seu objetivo de fomentar o desenvolvimento do setor industrial no país. Os grandes bancos urbanos liderados pelo Banco do Japão foram capazes de assumir um amplo campo de atuação, fornecendo recursos para investimentos produtivos de larga escala e para pequenos negócios, de comerciantes locais. Além disso, o alto nível de organização do sistema financeiro do país promoveu a independência da obtenção de capital estrangeiro para o financiamento dos novos empreendimentos (ISHII, 1991, p. 236).

Dessa maneira, por volta de 1880, o Japão experimentou um círculo virtuoso de crescimento econômico. No período da Primeira Guerra Mundial o país já apresentava um sistema financeiro robusto e capaz de oferecer o suporte a projetos industriais. Apesar de seu

forte crescimento no período entre guerras, a renda *per capita* observada no Japão permanecia menor do que a renda apresentada na Europa e nos Estados Unidos, não obstante, o país continuava firme em seu projeto de desenvolvimento (FOHLIN, 2011, p. 26).

O forte ritmo de progresso, sinalizado principalmente pelo amplo programa construção de ferrovias nacionais, testou a capacidade de mobilização de recursos do sistema financeiro do país. Nesse sentido, os bancos comerciais privados tomaram o papel central como propulsores de financiamento voltado aos negócios industriais. O principal exemplo dessas instituições foi o *Bank of the House of Mitsui*, organizado em 1876, marcou o início da modernização financeira japonesa. Muitos outros bancos foram fundados posteriormente. Principalmente após 1885, o sistema bancário nacional apresentou vertiginoso crescimento, de modo que seus fundos se expandiram a uma taxa de 10% ao ano até ao final de 1913. Em valores monetários, esse aumento significou partir de um montante de 338 milhões de Ienes em 1885 para 5,5 bilhões de Ienes 28 anos depois (FOHLIN, 2011, p. 26).

Como característica, no Japão, essas novas instituições apresentaram certa restrição à oferta de crédito para os trabalhadores e evidenciavam ainda mais seu comportamento conservador na escolha dos investimentos para os quais os recursos eram liberados. Por outro lado, foi a manutenção desse perfil de gestão que permitiu aos bancos japoneses manterem sua solidez, preservando seu grau de liquidez sob a forma de moeda e títulos públicos (FOHLIN, 2011, p. 26).

Com uma experiência de desenvolvimento produtivo relativamente semelhante a dos países europeus citados anteriormente, nos Estados Unidos a rede bancária e o mercado de capitais assumiram um relevante papel no fomento à industrialização. Nesse sentido, dentre as instituições de fomento que surgiram no século XIX, foram os bancos comerciais que ocuparam papel central no fornecimento do crédito industrial (FOHLIN, 2011, p. 27).

Não obstante, o estabelecimento do crédito bancário nos Estados Unidos não foi sempre marcado por crescimento e solidez. Nas primeiras décadas do século XIX o sistema bancário do país ainda era fragmentado, com baixa cobertura de agências ao longo de seu território. Além disso, muitos estados não estabeleciam barreiras à entrada para a criação dessas instituições, fator que contribuiu para o aumento da instabilidade do sistema financeiro americano. O resultado dessa desregulamentação se refletiu em crises bancárias em 1837 e 1857, com episódios de depressão e instabilidades na economia do país (ALLEN; GALE, 2000, p. 38).

Anos depois, a partir de um contexto favorável, o crescimento populacional e a abundância de recursos naturais contribuíram para progresso econômico dos Estados Unidos. Essa característica definiu os contornos iniciais da formação de instituições econômicas, políticas e jurídicas que ofereceram as bases de suporte às relações de empréstimos voltados a novos empreendimentos. Paralelamente a formação desse cenário, os avanços foram observados gradualmente fora do campo e alcançaram a produção de têxteis, estabelecendo a mecanização da produção em fábricas e a construção de ferrovias. Em decorrência desse processo, os Estados Unidos apresentava um dos maiores ritmos de crescimento econômico do mundo no século XIX. Embora o agregado de capital disponível nos bancos comerciais norte-americanos fosse inferior ao montante apresentado pelas instituições da Alemanha e Reino Unido antes da Primeira Guerra Mundial, eles cresceram rapidamente após esse período. Nesse sentido, o capital dessas instituições aumentou aproximadamente sete vezes entre 1880 e 1912, de maneira que os recursos dos bancos comerciais cresceram quase duas vezes mais rápido do que a média de crescimento da economia durante o mesmo intervalo (FOHLIN, 2011, p. 27).

Outro país que também se industrializou tardiamente foi a Rússia. No entanto, o caminho para o impulso do financiamento industrial se mostrou muito diferente daquele apresentado em países como a Itália, a Alemanha e Áustria. O país vivia em tão grande escassez de capital que o próprio sistema bancário era incapaz de atrair fundos para um maciço projeto de industrialização. Aliado à falta de recursos, o ambiente empresarial era cercado de incertezas, fator que impunha barreiras à oferta de investimentos de longo prazo. Diante da dificuldade do mercado em alocar recursos da poupança para o investimento industrial, a solução foi obtida pela ação compulsória do governo. Assim, o próprio Estado, por meio de políticas tributárias, reuniu fundos para o financiamento de atividades industriais (GERSCHENKRON, 2015, p. 83).

A ação do governo russo para o fomento da indústria foi cercada de imperfeições, existiam processos de corrupção e os erros da organização burocrática não foram, de maneira alguma, desprezíveis. Apesar das falhas, o nível de sucesso da política industrial russa é inegável. O Estado conseguiu direcionar estrategicamente todos os seus esforços para a promoção da indústria pesada, incentivando a soberania nacional na produção de bens de capital. A principal motivação por trás de todo esse incentivo estava intimamente relacionada à estratégia de articulação de sua política militar (GERSCHENKRON, 2015, p. 83). Não obstante, ainda que a intenção do Estado em promover fundos para o investimento industrial

não estivesse diretamente ligada à promoção do desenvolvimento econômico, o percurso seguido por esse país não deve ser ignorado. Nesse sentido, vale destacar que a experiência russa foi capaz de ilustrar um caminho alternativo para o financiamento da industrialização em um contexto de severo atraso econômico e escassez da disponibilidade da poupança privada para o investimento.

O período de desenvolvimento industrial da Rússia, observado nos anos de 1890, foi prejudicado com a crise de 1900. Os anos seguintes foram caracterizados por guerras e instabilidade econômica. A taxa de crescimento industrial somente voltou a mostrar sinais de elevação entre 1907 e 1914. Nesse último período, a construção de ferrovias e o protagonismo do governo no processo de industrialização já apresentava significativa queda. Não obstante, a diminuição de incentivos do Estado não resultou na estagnação do desenvolvimento industrial, que continuou a ser observado ao longo dos anos (GERSCHENKRON, 2015, p. 85). Essa constatação indica que o suporte do governo atuou como um “divisor de águas” ao romper as barreiras iniciais de financiamento que impediam o desenvolvimento do setor produtivo. Por conseguinte, a viabilização do incentivo à atividade industrial russa foi especialmente importante no período seminal do desenvolvimento do setor, pois permitiu estabelecer as bases para o seu crescimento e autonomia.

Paralelamente ao crescimento industrial, ocorreu o desenvolvimento do setor financeiro. Nesse sentido, os bancos também passaram a assumir o papel de provedor de recursos para a indústria, em substituição da função financiadora originalmente assumida pelo Estado. Na Rússia o processo de desenvolvimento do sistema financeiro teve um início tímido. Em decorrência do próprio atraso econômico do país, as instituições foram estabelecidas primeiramente como bancos de depósito. Nesse sentido, as funções bancárias se assemelhavam as observadas nos bancos ingleses, os quais estavam voltados às operações menos complexas e de curto prazo. Gradativamente essa etapa foi deixada para trás, o desenvolvimento do sistema financeiro foi acelerado, sobretudo, em resposta ao próprio crescimento industrial que se verificava na região. Frente ao cenário favorável aos negócios, a incerteza cedeu lugar ao otimismo. Em São Petersburgo já se observava instituições bancárias que operavam nos moldes alemães, suprimindo consideravelmente a demanda pelo financiamento industrial de longo prazo (GERSCHENKRON, 2015, p. 86).

A partir dessa perspectiva, a visão de Gerschenkron (2015) demonstra que as características do atraso não devem ser ignoradas na interpretação do caminho para o estabelecimento das bases industriais do país. Ainda sob esse ponto de vista, o contexto

prévio de desenvolvimento dessas economias pode apresentar variações, demandando estratégias completamente diferentes a depender também da intensidade do atraso e do grau de robustez de suas instituições financeiras.

A relação causal entre o nível de complexidade das instituições financeiras e o desenvolvimento produtivo foi também destacado por Fohlin (2011). De acordo com essa perspectiva, o acesso ao capital cumpre um papel tão fundamental para a sustentação desse segmento, que a própria indústria britânica viu suas possibilidades de crescimento reféns da escassez de financiamento. Os bancos ingleses mantiveram-se como instituições comerciais e seu apoio à indústria não apresentou crescimento ao longo dos anos. Nesse sentido, acredita-se que o envolvimento dos bancos britânicos com grandes empreendimentos estrangeiros, desviaram as fontes de recursos que poderiam ser disponibilizadas para a indústria doméstica, prejudicando o desenvolvimento produtivo. Dentro desse cenário, o financiamento da indústria incipiente ficou a cargo das famílias e relações pessoais, além de maneira muito pouco expressiva, dos bancos comerciais. Exatamente por possuir certa limitação financeira, “muitas firmas industriais permaneceram pequenas ou frequentemente controladas por famílias e utilizavam a pequena parte de capital externo que possuía, via disponibilização de títulos públicos em mercados formais” (FOHLIN, 2011, p. 18, tradução nossa).

3.2 MERCADO DE CAPITAIS E DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL E FINANCEIRO NA EUROPA E AMÉRICA LATINA

O comércio de valores mobiliários foi observado na Alemanha pelo menos desde o século XVII. A partir de então, o desenvolvimento desse segmento foi guiado pela associação entre homens de negócios locais, câmaras ou organizações de comércio. Esses agentes dominaram essas transações pelo menos até 1850 (FOHLIN, 2011, p. 32).

A partir da verificação da presença de mercados de capitais em períodos anteriores a consolidação industrial em países como a Alemanha, se torna conveniente a avaliação de sua participação na provisão de fundos para a formação da indústria incipiente. De maneira complementar, torna-se interessante o questionamento sobre a função desses títulos, especialmente em economias onde o financiamento produtivo era protagonizado por bancos.

De acordo com Allen e Gale (2000, p. 37), no decorrer do século XIX o desenvolvimento do mercado de capitais na Alemanha era inferior aos padrões observados na Grã Bretanha. Dessa maneira, antes de 1850, quase não se observava empresas organizadas

sob o formato de sociedades anônimas no país. Os principais mercados de Frankfurt e Berlim concentravam-se em empréstimos municipais e títulos do governo. Não obstante, embora se tenha observado algum envolvimento da Bolsa de Berlim no financiamento de ferrovias alemãs, essa fonte de recursos parece não ter se estendido à indústria.

Sob essa perspectiva, restava a grande parte das empresas o financiamento por meio do sistema bancário ou de seus próprios recursos. Nesse sentido, o alto grau de cartelização observado na época, pode ter sido um dos fatores que viabilizaram a acumulação de lucros dessas indústrias e consequente expansão do volume de reserva para investimento na produção (ALLEN; GALE, 2000, p. 37).

A ligação entre bancos e empresas na Alemanha, promoveu o estabelecimento do sistema *hausbank*, caracterizado pelo relacionamento de longo prazo com uma instituição bancária com o objetivo de acesso ao financiamento para investimentos na produção. A partir dessa ligação, derivou-se o debate sobre o real nível de controle exercido por esses bancos nas decisões da empresa e como esse controle variou em cada uma delas (ALLEN; GALE, 2000, p. 37).

A partir de outra perspectiva, o estudo de Fohlin (2011) analisou o a função dos mercados de capitais no desenvolvimento Europeu. Nesse sentido, foi observado que seu papel para o financiamento industrial foi subestimado até mesmo em economias tradicionalmente conhecidas por ter o suporte ao investimento baseado em bancos. Em um dos trabalhos recentes sobre o tema¹⁷, por exemplo, observou-se a queda dos custos de transação no mercado de Berlim, medidos por meio da investigação de *spreads* reais, entre 1880 e 1900. Esses resultados oferecem indícios de que no contexto de atuação de bancos universais, o sistema financeiro germânico foi capaz de apoiar mercado de valores mobiliários consideravelmente funcionais. De outra maneira, “[...] os resultados também suportam a ideia de simbiose e não apenas coexistência – entre os bancos e os mercados” (FOHLIN, 2011, p. 33, tradução nossa). Além disso, descobriu-se que o sistema financeiro alemão utilizou-se amplamente do mercado de capitais para se financiar no período anterior à Primeira Guerra Mundial.

De maneira oposta às observações de Allen e Gale (2000), o trabalho de FOHLIN (2011) apontou que o mercado de valores mobiliários na Alemanha já apresentava alto patamar de desenvolvimento no século XIX, podendo ser comparado até mesmo ao nível de complexidade que caracterizava os padrões americanos (FOHLIN, 2011, p. 33). Essa visão é

¹⁷ Para acesso mais detalhado ao estudo ver Gehrig e Fohlin (2006).

capaz de complementar a abordagem da literatura tradicional, representada principalmente pela obra de Alexander Gerschenkron (2015), a qual elucida o protagonismo dos bancos no desenvolvimento produtivo de países como Alemanha e Itália. Nesse sentido, a importância do mercado de capitais para o desenvolvimento industrial não deve ser ignorada, já que há indícios de que essa fonte de financiamento assumiu uma posição complementar, mas não irrelevante para o desenvolvimento alemão.

Embora a presença de novos trabalhos permita esboçar o perfil de desenvolvimento do mercado de capitais na Alemanha, questões relacionadas ao seu real nível de alcance ainda precisam ser respondidas. Contudo, as evidências sugerem o mercado de Berlim tinha um modo de operação e eficiência relativamente satisfatório, inclusive quando mensurados pelos padrões de eficiência que são utilizados hoje, como os níveis de autocorrelação do retorno de ativos. Nesse sentido, observou-se que o risco¹⁸ de cada ação era positivamente correlacionado com seu nível de retorno, como é costumeiramente verificado nos mercados financeiros mais desenvolvidos (FOHLIN, 2011, p. 31).

Não obstante, na década de 1870, uma crise marcou o fim da recorrente integração entre homens de negócios e bancos privados no mercado de capitais alemão. Esse episódio foi marcado por muitas críticas e pressão no governo para o estabelecimento de diretrizes regulatórias. Diante desse cenário, no início da década de 1880 o governo determinou regras visando à regulação da abertura de empresas e a criação de diretrizes para a gestão das companhias. Dentre as novas medidas estava o estabelecimento de impostos sobre a emissão e comercialização de ações e outros títulos nas bolsas alemãs. Além disso, era exigida aos corretores a obtenção de um registro para operar no mercado, assim como o seguimento de regras, as quais determinavam seu modo de atuação na comercialização desses ativos. Essas regulamentações foram eficazes ao tornar mais seguras as compras de títulos mobiliários para investidores. Por outro lado, as novas medidas também estabeleceram obstáculos para o acesso de novas firmas ao mercado de ações, tornando mais difícil para a empresa o processo de disponibilização de suas participações na bolsa. Nesse sentido, o rigor dessas novas diretrizes pode ter contribuído para o direcionamento da demanda por financiamento às instituições bancárias germânicas (FOHLIN, 2011, p. 32).

De maneira análoga ao padrão de desenvolvimento observado na Alemanha, na Itália o mercado de capitais assumiu uma função complementar no financiamento da indústria incipiente. Nesse sentido, a Bolsa de Milão tomou uma trajetória da semelhante caminho

¹⁸ No trabalho de Gehrig e Fohlin (2006) o risco da ação foi definido pela covariância entre seu retorno e o nível de retorno observado no mercado.

traçado pela bolsa alemã. No entanto, na Itália o comércio de valores mobiliários se estabeleceu mais tardiamente, em 1808, e durante as quatro primeiras décadas de sua fundação apresentou menor intensidade de transações do que se observou no mercado de títulos alemão (FOHLIN, 2011, p. 34).

Assim como ocorreu na Alemanha, o mercado de capitais na Itália foi formado a partir da participação de banqueiros e comerciantes. Esses agentes aproveitaram o reconhecimento que tinham tradicionalmente nas câmaras de comércio para estabelecer os moldes de funcionamento do mercado de capitais. Dentro desse cenário, durante grande parte do século XIX a Bolsa de Milão centralizou a negociação de ampla variedade de debêntures e commodities (FOHLIN, 2011, p. 34).

O mercado de capitais italiano não estava entre os mais desenvolvidos da Europa. Por outro lado, sua participação no financiamento de obras de infraestrutura, que viabilizaram o progresso da economia do país, é inegável. Nesse sentido, a bolsa teve relevante participação na provisão de recursos para a construção de ferrovias e foi capaz de promover o crescimento do número de operações financeiras. A partir desse contexto, verificou-se a ampliação de oportunidades para a especulação, fator que teve como resultado o estabelecimento de “inovações financeiras”. Ou seja, a criação de diversos dispositivos de crédito, como os relatórios de empréstimo e o adiantamento de recursos com base na oferta de títulos como colateral (FOHLIN, 2011, p. 34).

No Reino Unido o comércio de valores mobiliários começou a se esboçar já em meados do século XVII. Ao longo do século XIX sua importância no provimento de recursos para determinados setores aumentava de maneira contínua. A extinção do *Bubble Act* em 1824 e a liberação para a abertura de empresas sem a necessidade de aprovação parlamentar específica em 1856 promoveram uma notável expansão no número de companhias listadas na bolsa. Nesse sentido, vale destacar que o aumento da demanda por capital impulsionado, pela construção de ferrovias na Grã-Bretanha e no resto do mundo foi também um importante fator de estímulo para o crescimento do mercado de capitais no Reino Unido (ALLEN; GALE, 2000, p. 31).

Oficialmente fundada em 1773, a Bolsa de Londres se concentrava principalmente na negociação de ativos financeiros como debêntures e títulos públicos. Nesse contexto, os títulos da dívida pública, representados tanto por títulos ingleses quanto por estrangeiros, correspondiam a mais de 75% dos ativos comercializados na bolsa. Os investimentos em ferrovias representavam mais 20% do total de ativos negociados pelo mercado de capitais

inglês. Por outro lado, as ações de empresas industriais eram praticamente inexistentes nesse período. Nesse sentido, “no início da década de 1870, os títulos do governo ainda representavam significativamente mais da metade de todos os títulos cotados na Bolsa de Valores de Londres, as ferrovias respondiam por quase um terço e os títulos comerciais e industriais respondiam por apenas 1,4% (mais 5% em serviços financeiros)” (FOHLIN, 2011, p. 30, tradução nossa).

No intervalo entre 1885 e 1907, embora a Bolsa de Londres apresentasse expressivo crescimento, a listagem de empresas industriais ainda não ultrapassava 4% do total de empreendimentos. Por outro lado, o mercado de capitais inglês não estabelecia muitas exigências para a entrada de novos empreendimentos na listagem de ações. Nesse sentido, no Reino Unido, o processo entrada de novas companhias na bolsa era relativamente acessível, inclusive para pequenas empresas. A partir desse contexto, uma ampla variedade de empresas buscou financiamento no mercado de capitais, movimento que foi observado com maior intensidade em meados da década de 1890. Dentre as principais companhias listadas na bolsa, merecem destaque as cervejarias e empresas do ramo automobilístico (FOHLIN, 2011, p. 31).

Especialmente no caso das cervejarias, o mercado de capitais inglês representou uma importante via de financiamento. Nesse setor, o acesso ao capital foi essencial ao viabilizar a rápida expansão da capacidade produtiva, visto que a provisão de recursos determinava o desempenho das cervejarias frente à intensificação da concorrência no fim do século XIX (FOHLIN, 2011, p. 31).

Além das indústrias de cerveja, foi observada a emissão de ações grandes empresas, algumas delas já consolidadas no mercado. Os proprietários desses tradicionais empreendimentos enxergavam na bolsa a possibilidade de realizar investimentos melhorando seu processo produtivo. Não obstante, algumas empresas optaram por obter acesso aos recursos do mercado financeiro por meio da emissão de títulos de dívida (FOHLIN, 2011, p. 31). Ao contrário do financiamento por emissão de ações, a disponibilização de debêntures apresentava a vantagem de fornecer maior segurança aos credores, ao mesmo tempo em que preservava o processo decisório da empresa nas mãos de seus tradicionais proprietários.

No Japão, a estrutura do mercado de capitais apresentou mais semelhanças com o mercado de Londres do que com os tradicionais mercados alemães e italianos. Nesse sentido, a Bolsa do Japão tendeu a assumir a forma de sociedade anônima. Curiosamente, suas ações eram os ativos mais negociados na bolsa. No decorrer do século XIX as bolsas de valores se espalharam pelo país. Estima-se que na década de 1890 já existiam 46 delas distribuídas ao

longo do território japonês. A partir desse contexto de expansão, durante a Primeira Guerra Mundial e década de 1920, a Bolsa do Japão alcançou maior relevância para firmas organizadas por meio de sociedades anônimas. Em Tóquio esse aumento foi visivelmente expressivo. O número de participações listadas na Bolsa, que nos 50 anos antes Primeira Guerra Mundial não passava de 200, totalizava mais de 1000 empresas por volta de 1927. Assim, no período compreendido entre 1914 e 1931 estima-se que 40% dos recursos utilizados por novas empresas tenham sido derivados do mercado de capitais. Nesse sentido, a modalidade de financiamento por meio da bolsa chegou até mesmo a ser um pouco maior do que os empréstimos oferecidos pelas instituições bancárias (FOHLIN, 2011, p. 34).

Sob essa perspectiva, o padrão de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no Japão apresentou características que convergiram com o perfil dos mercados de capitais dos países que se industrializaram no início do século XX. Não obstante, ainda não é verificada a existência de estudos que possam indicar sua real eficiência para o financiamento do desenvolvimento industrial japonês (FOHLIN, 2011, p. 34).

Em grande parte dos países da Europa e Estados Unidos, a construção do segmento industrial se acelerou em algum momento do século XIX. Esse processo dificilmente pode ser dissociado da necessidade da criação de um sistema financeiro capaz de dar suporte à infraestrutura produtiva e frente ao aumento da demanda por recursos para investimentos industriais. Nesse sentido, esses países foram relativamente capazes de estabelecer o desenvolvimento de instituições voltadas à provisão de recursos para o setor produtivo. Por conseguinte, é possível observar que cada modelo de instituição se concentrou em uma linha de financiamento produtivo. Assim, enquanto os bancos de depósito e cooperativas de crédito direcionavam seus recursos para pequenos negócios, os bancos comerciais e empresas fiduciárias atendiam os empreendimentos de maior porte (FOHLIN, 2011, p. 46).

De outra maneira, uma das interessantes funções exercida pelos bancos de investimento e bancos comerciais foi, além de fornecer crédito bancário, estabelecer relações com empreendimentos que buscavam obter financiamento, integrando suas operações aos mercados de capitais. Nesse sentido, o desenvolvimento financeiro desses países estabeleceu não só uma mudança na disponibilização de recursos para investimentos, mas também contribuiu para a organização de um novo modelo de operação empresarial (FOHLIN, 2011, p. 46). Assim, ao distanciar sua gestão dos laços familiares de seus fundadores, muitas empresas adotaram um novo modelo de governança, voltado ao crescimento da produção e captação de recursos para expansão.

Na América Latina, embora os estudos sobre as instituições financeiras ainda estejam pulverizados, os trabalhos existentes sinalizam uma importante correlação entre o nível de desenvolvimento do setor financeiro e o grau de desenvolvimento econômico alcançado por esses países (HANLEY, 2005, p. 17).

Como exemplo dessa ligação, o trabalho de Haber (1991) ao comparar o processo de industrialização dos Estados Unidos, México e Brasil entre 1840 e 1930, concluiu que o alcance e até mesmo o ritmo de crescimento industrial de cada um desses países foi determinado pelo grau de desenvolvimento de seu sistema financeiro. Mais especificamente, o que determinou o melhor desempenho do sistema financeiro no Brasil e nos Estados Unidos em comparação ao México, foi baixa barreira à entrada, fator que facilitou o estabelecimento e a consolidação dessas instituições. Nesse sentido, a restritiva política regulatória mexicana vigente no fim do século XIX teria contribuído para o fraco desenvolvimento financeiro e industrial do país. Dessa maneira, ainda que inconscientemente, a rígida regulação para o estabelecimento dessas instituições teve como resultado a desaceleração do crescimento industrial, limitando o nível de concorrência entre as manufaturas (HABER, 1997, p. 17).

Ao invés da formação de um sistema bancário real, no século XIX a configuração bancária do México se direcionou para o limitado estabelecimento de instituições que poderiam estar sob o controle do ditador Porfírio Díaz e seu círculo de confiança (HANLEY, 2005, p. 18). Esse sistema mostrou-se limitado para atender a indústria do país, já que era essencialmente fundamentado na troca de favores.

A dificuldade para a obtenção de financiamento pelas novas empresas industriais não se restringia ao débil sistema bancário mexicano. Estudos sobre o mercado de capitais do país também demonstraram que seu alcance se limitou a interesses de uma pequena clientela, tendo grande parte de seus recursos direcionados para companhias de mineração (HANLEY, 2005, p. 18).

Por outro lado, os casos da Argentina e do Brasil demonstraram como o bom funcionamento do sistema financeiro pode alavancar o processo de desenvolvimento econômico. Nesse sentido, Hanley (2005, p. 19) observou que o desenvolvimento apresentado pela bolsa argentina antes de 1930 atingiu um nível tão satisfatório que poderia ser comparado às bolsas de países europeus que se desenvolveram tardiamente. No caso do Brasil o estabelecimento de instituições financeiras formais em São Paulo entre o fim do século XIX e início do século XX possibilitou o direcionamento de recursos originados da atividade

cafeeira para novos empreendimentos regionais. Nesse sentido, em relação à atuação desses intermediários financeiros pode se afirmar que:

A partir de 1880, os bancos, corretores e o mercado de ações e títulos cresceram para criar instituições complementares que primeiro ajudaram a melhorar as condições sob as quais a economia opera (liquidez) e então ajudou a aumentar o capital financeiro para uma variedade de tipos de empreendimentos domésticos de larga escala que constituiu a base industrial de São Paulo. (HANLEY, 2005, p. 20, tradução nossa).

A partir do desenvolvimento de intermediários financeiros no Brasil no fim do século XIX, se verifica a existência de estudos que identificam diferentes linhas de financiamento que possam ter contribuído de maneira efetiva para a promoção do segmento industrial emergente no país. Dentre elas, se destacam o financiamento por meio de ações negociadas em bolsa, debêntures, empréstimos bancários e hipotecas. No decorrer da próxima seção, serão evidenciadas as distintas visões de autores em relação a cada uma delas.

3.3 O DEBATE EM RELAÇÃO ÀS FONTES DE FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA BRASILEIRA ENTRE O FIM DO SÉCULO XIX E INÍCIO DO SÉCULO XX

Dentre os estudos que buscaram identificar o processo de financiamento industrial no Brasil entre o fim do século XIX e início do século XX, o trabalho de Anne Hanley destacou a importância da Bolsa de Valores para o financiamento das empresas industriais de médio e grande porte em São Paulo. A partir de seu estudo a autora concluiu que, “o financiamento da indústria de São Paulo era um fenômeno local e a Bolsa foi o seu principal veículo” (HANLEY, 2001, p. 134). Nesse sentido, em um cenário no qual há indícios de que as instituições bancárias tiveram escassa participação no direcionamento de recursos para empréstimos de longo prazo, as fontes de financiamento para empresas parecem ter ficado a cargo do mercado de títulos. Por conseguinte, a Bolsa teria participado de forma direta na promoção de novos capitais nos segmentos de serviços de utilidade pública e empresas industriais.

O fornecimento desses recursos foi de fundamental importância para essas fábricas, visto que as mesmas demandavam grande volume de fundos financeiros, que não poderiam ser disponibilizados por grupos familiares. Dessa maneira, ainda que a Bolsa de São Paulo tenha apresentado apenas um breve período de intensificação de atividades depois de 1909, esse episódio foi suficiente para sustentar investimentos nas empresas financiadas por ela. Por

consequente, a Bolsa de São Paulo foi capaz de gerar uma importante contribuição para o desenvolvimento econômico de longo prazo. (HANLEY, 2001, p. 134).

Na mesma linha de análise, Musacchio (2009) observou que a Bolsa de Valores no Brasil desenvolveu um importante mercado entre 1890 e 1913. Com recursos bancários mais concentrados em empréstimos de curto prazo, direcionados para a provisão do complexo exportador cafeeiro, a Bolsa teria sustentado largamente o financiamento da incipiente indústria brasileira.

Não obstante, o mercado de capitais somente pôde cumprir seu papel central no fomento de recursos para a indústria, pela existência de elementos que possibilitaram atrair acionistas e credores. Sob essa perspectiva, o autor partiu de uma observação mais profunda ao investigar quais fatores teriam contribuído para o sucesso na comercialização desses títulos. Nesse sentido, o estudo apontou que além de condições macroeconômicas favoráveis, as configurações dos estatutos das empresas brasileiras garantiam maior proteção aos investidores, restringido os reflexos da má gestão ou abusos da gerência sobre esses agentes. Adicionalmente, foram estabelecidas “leis de falência”, que garantiam prioridade de recebimento aos debenturistas em cenários de crise e fechamento de empresas (MUSACCHIO, 2009, p. 67).

Partindo de outra abordagem, trabalhos de autores como Triner (1996), Marques (2005), Saes e Szmrecsány (1995) evidenciaram a importância do papel dos bancos no financiamento de empresas brasileiras no período compreendido entre o fim do século XIX e início do século XX. A partir da perspectiva desses estudos, a abrangência do sistema financeiro é capaz de explicar a evolução e o nível de crescimento econômico alcançado em períodos posteriores.

Gail Triner identificou o fortalecimento da relação entre a economia produtiva e as instituições financeiras no período entre 1906 e 1930. Sobretudo, sua pesquisa apontou no sentido da formação de um sistema financeiro mais consolidado do que considera a literatura existente. Como indicador desse processo, foi observado o rápido aumento da oferta de meios de pagamento sob a forma de depósitos bancários no período analisado. A elevação do número de aplicações financeiras, também demonstrou o aumento da confiança dos depositantes na solidez dessas instituições. Esse fenômeno teria contribuído, sobretudo, para aumentar a capacidade de empréstimos ofertados por essas instituições bancárias. Ainda que no Brasil, essa ligação não tenha se consolidado de maneira tão significativa, foi observado

que o nível de crédito aumentou de forma mais que proporcional em relação ao volume de depósitos no período analisado pela autora (TRINER, 1996, p. 135-136).

Portanto, o estudo de Gail Triner ofereceu relevantes indícios referentes à existência de relação entre o sistema bancário e o crescimento industrial. A partir dessa análise, as instituições bancárias foram capazes de se desenvolver de forma paralela aos segmentos monetários e reais da economia no período da Primeira República. Esse processo de amadurecimento permitiu ao sistema financeiro aumentar sua robustez, garantindo a atuação eficiente na intermediação e no direcionamento do capital agrícola para o capital industrial (TRINER, 1996, p. 150).

Sob uma abordagem semelhante, o trabalho de Flávio Saes e Tamás Szmrecsányi buscou traçar as características da evolução do sistema bancário paulista entre 1880 e 1930¹⁹. A partir desse ponto, os autores analisaram a ligação entre os bancos estrangeiros e o segmento industrial no estado. O estudo identificou que os anos de expansão da participação dos bancos estrangeiros na economia, coincidiram com o período inicial de aceleração da indústria paulista. Nesse sentido, os autores citaram o exemplo da contribuição expressiva feita pelo London & Brazilian Bank para a rede de indústrias Matarazzo. Além disso, foram observadas relações próximas do banco com outras empresas paulistas, como a Cia. Nacional de Tecidos de Juta, de propriedade de Jorge Street. As ligações entre o London & Brazilian Bank e empresas industriais reforçaram evidências de que a participação dessas instituições financeiras no setor produtivo não se apresentou como um evento isolado. A partir dessa perspectiva, os bancos estrangeiros parecem ter tido um papel fundamental para o desenvolvimento e financiamento da indústria nascente de São Paulo (SAES; SZMRECSÁNYI, 1995, p. 240-241).

Sob uma análise mais específica, Marques direcionou seu estudo para a trajetória da cervejaria Brahma e os mecanismos de financiamento de seu plano de expansão. Nesse sentido, a autora observou como uma empresa de pequeno porte, fundada em 1888, obteve recursos para ser ampliada e já na década seguinte, conquistar grande parcela do mercado doméstico.

No período de sua evolução inicial, o estudo de Teresa Marques revelou que a Brahma mostrou significativos vínculos com o *Brasilianische Bank für Deutschland*. Sob essa perspectiva, o caso da cervejaria mostrou particularidades em relação às estratégias de crescimento corriqueiramente utilizadas por estabelecimentos industriais na década de 1890.

¹⁹ Os autores escolheram esse período, pela intensificação da presença dos bancos estrangeiros no sistema bancário da região, além da rápida transição de São Paulo como o principal centro industrial do país.

“Em torno da empresa gravitavam bancos estrangeiros e empresas exportadoras, formando-se uma comunidade de negócios onde os dirigentes da Brahma encontraram financiamento para ampliar a empresa [...]” (MARQUES, 2005, p. 88).

No entanto, essa rede não se formou unicamente a partir dos princípios de solidariedade ou mesmo simpatia, mas também pelas próprias relações contratuais e alterações na legislação comercial. Nesse sentido, essas mudanças foram fundamentais, pois ofereciam o aumento de garantias aos detentores de debêntures e, conseqüentemente, forneceram incentivos para a elevação da oferta desse tipo de financiamento. A partir desse cenário, o banco *Brasilianische Bank für Deutschland* estreitou suas relações com a Brahma. Inicialmente a instituição adquiriu os títulos de dívida disponibilizados pela empresa e, a partir de 1904, se tornou acionista da cervejaria (MARQUES, 2005, p. 88).

Além da maior segurança adquirida pela nova configuração na legislação comercial, o envolvimento do banco com a Brahma parece que também esteve ligado à política alemã de criação de zonas para a comercialização²⁰ de produtos do país, frente à concorrência de mercadorias inglesas (MARQUES, 2005, p. 88). Dessa maneira, torna-se oportuno destacar que o perfil do investimento estrangeiro alemão tinha como característica a relação com a exportação de produtos industriais. Ou seja, os investimentos de bancos alemães no exterior destinavam-se a facilitar aos compradores estrangeiros o acesso aos recursos que viabilizariam a aquisição de produtos de origem germânica (YOUNG, 1995, p. 98).

No caso da Brahma, os bancos vinculados à rede de negócios alemães não tinham como objetivo principal o fomento de atividades industriais no Brasil. Dessa maneira, nem as antecipações em contas da empresa, como créditos renováveis, foram suficientes para sustentar o nível de investimento demandado pelo processo de expansão da cervejaria. Nesse sentido, o papel do banco *Brasilianische* foi a compra de debêntures da empresa e a promoção de maior liquidez a esses títulos, visto que atuou na intermediação da venda desses papéis junto a investidores. Conseqüentemente, é provável que essa tenha sido a principal contribuição da instituição bancária para o desenvolvimento da cervejaria. Em outras palavras, os bancos que atuavam no mercado brasileiro “[...] não estavam guiados pelo propósito de aprofundar a presença na economia, criando raízes no sistema produtivo doméstico” (MARQUES, 2005, p. 103).

²⁰ De acordo com Young (1995, p.98), o auge dos investimentos estrangeiros alemães que foi observado na segunda metade da década de 1880, pode ser parcialmente explicado em decorrência de uma recessão nacional, ocorrida entre 1883 e 1887, e da queda da taxa de juros derivada do processo de nacionalização das ferrovias. Dessa maneira, as baixas taxas de juros presentes na Alemanha tornaram mais atrativos os investimentos em outros países, que ofereciam maiores possibilidades de rendimento a esse capital.

Partindo de outra perspectiva, Cortes, Marcondes e Diaz (2014, p. 195-196) demonstraram que o processo de industrialização do Brasil foi fortemente consolidado por um período de intenso crescimento do mercado de crédito hipotecário. Na mesma linha de estudo, outro trabalho de Marcondes e Hanley (2010, p. 104) destacou que essa forma de financiamento se mostrou mais relevante e abrangente do que demonstraram outras pesquisas relacionadas ao desenvolvimento bancário e econômico brasileiro. Contudo, vale ressaltar que os créditos baseados em hipotecas já eram concedidos no período colonial. Porém, a ausência de um registro hipotecário dificultava ao credor a tarefa de certificar-se que o mesmo imóvel já não tivesse sido oferecido como garantia em outros empréstimos. Além disso, a solução de conflitos e o cumprimento de contratos estavam sujeitos a longos processos judiciais, o que aumentava consideravelmente o prazo de reembolso desses agentes. Esses fatos contribuíam para o aumento da desconfiança em relação à solidez do tipo de proteção oferecida pelos devedores, desestimulando a oferta dessa modalidade de financiamento (BRITO 1923, p. 107 *apud* MARCONDES, 2014, p. 752).

A expansão da oferta de crédito hipotecário ocorreu no interior de um cenário de reformas institucionais que permitiram o crescimento desse tipo de financiamento no Brasil e o aumento de garantia para os credores (CORTES; MARCONDES; DIAZ, 2014, p. 195). Dentro desse contexto, Marcondes e Hanley explicaram a relevância da implementação do Código Comercial de 1850. Embora elaborado com o foco voltado para operações relacionadas à comercialização de produtos primários, esse conjunto de diretrizes permitiu a regulamentação de operações bancárias e conseqüente aumento da oferta de crédito comercial (MARCONDES; HANLEY, 2010, p. 107).

Adicionalmente, a Lei de Terras, de 18 de setembro de 1850, representou um ponto de inflexão no estabelecimento dos direitos de propriedade, indispensáveis para a operação de empréstimos hipotecários²¹. Foi observada também a criação de duas outras regulamentações, essas possuíam diretrizes mais específicas: as Leis Hipotecárias de 1864 e 1890, que estimularam o financiamento de longo prazo, e as Leis Empresariais de 1882 e 1890, que viabilizaram a constituição de instituições bancárias por meio de sociedades anônimas (MARCONDES; HANLEY, 2010, p. 107). Dentro desse contexto, Cortes, Marcondes e Diaz relataram que os empréstimos por hipoteca se iniciaram de forma mais significativa a partir de 1866 e alcançaram maior difusão após 1870. A partir desse período até a Primeira Guerra

²¹ Segundo Cortes, Marcondes e Diaz (2014) tradicionalmente, antes da implementação da Lei, as terras poderiam ser distribuídas ou até mesmo apropriadas de forma livre, estimulando disputas e conflitos violentos.

Mundial, observou-se um sustentado crescimento da oferta dessa modalidade de financiamento (CORTES; MARCONDES; DIAZ, 2014, p. 201).

Os empréstimos hipotecários representaram uma nova alternativa de fomento para a atividade produtiva, visto que diversos agentes viram nesse tipo de crédito, a maneira de garantir a proteção de seus recursos. Essa modalidade de financiamento não se restringiu ao segmento bancário, tendo a participação expressiva de capitalistas, negociantes e até mesmo comerciantes. Embora organizações de maior porte ²² buscassem financiamentos por meio da venda de ações e debêntures, uma parcela desses títulos apresentava como garantia propriedades imobiliárias pertencentes às empresas registradas em hipotecas, de maneira que:

[...] o mercado hipotecário mostrou-se mais amplo do que o crédito imobiliário rural ou urbano, compreendendo muitas vezes o comercial e até mesmo o industrial. Por fim, alguns lançamentos de debêntures que procuravam melhores garantias para o credor também se fizeram por meio de hipotecas. (MARCONDES, 2014, p. 757).

Por meio da análise descritiva de dados, Cortes, Marcondes e Diaz encontraram evidências de que: I) o crédito hipotecário se mostrou fundamental para o fomento do desenvolvimento paulista e o estágio inicial de sua industrialização; II) grande parcela das negociações envolvendo o crédito industrial ocorreram fora do sistema bancário, sendo guiadas por outros agentes domésticos (como homens de negócios e capitalistas); III) a relação entre as hipotecas e a importação de máquinas e equipamentos mostra que as primeiras foram importantes para o financiamento industrial (CORTES; MARCONDES; DIAZ, 2014, p. 193). Nesse sentido, observou-se uma correlação positiva entre os empréstimos hipotecários e as importações de máquinas no período. A partir dessa constatação, o nível de importação desses bens de capital pôde ser utilizado como um importante indicador do comportamento do investimento industrial. Dessa maneira, o aumento do investimento na compra de equipamentos no exterior sinalizava maior propensão, por parte dos empresários, para a ampliação e/ou modernização do setor produtivo.

Para analisar o perfil dessa modalidade de crédito em São Paulo Cortes, Marcondes e Diaz coletaram dados de 530 hipotecas firmadas para empresas industriais da região no período de 1886-1891. A partir da análise dos documentos, os autores concluíram que em 1907, os empréstimos hipotecários chegaram a representar em média 65% do capital das principais empresas manufatureiras paulistas. Além disso, o desenvolvimento do crédito hipotecário na região sugere sua relação com as mudanças institucionais apresentadas no período (CORTES; MARCONDES; DIAZ, 2014, p. 197).

²² Marcondes (2014) cita o exemplo de empresas ferroviárias.

No início do século XX, ainda em um contexto de recessão econômica e decorrente queda do nível de depósitos bancários, a redução no número de hipotecas foi considerada pouco expressiva. Esse fato ofereceu indícios de que os bancos não eram os únicos a oferecer recursos financeiros no mercado hipotecário. Em contrapartida, outros agentes, como banqueiros, capitalistas, corretores de seguros e homens de negócios, contabilizavam aproximadamente 36,8% do número de empréstimos direcionados à indústria. Embora firmassem menor quantidade de contratos, os bancos participavam de investimentos de maior porte e por isso chegaram a prover 83,3% do montante de recursos envolvidos nessa modalidade de financiamento (CORTES; MARCONDES; DIAZ, 2014, p. 205-206).

Em relação ao tipo de ativo oferecido como garantia dos empréstimos havia a predominância de propriedades urbanas. Ou seja, grande parte dos imóveis hipotecados eram casas, prédios e terrenos, representando 55,8% dos contratos. Em segundo lugar, as propriedades rurais como sítios e chácaras, correspondiam a 22,1% dos casos, seguido de oficinas e fábricas (5,2%), olarias (1,7%), fazendas (1,5%) e armazéns (1,7%) (MARCONDES; HANLEY, 2010, p. 118).

Ao final de seu estudo, Cortes, Marcondes e Diaz sugeriram que as principais firmas em 1907 estavam significativamente envolvidas com o mercado de hipotecas.²³ Além disso, com base em um modelo econométrico²⁴, os autores concluíram que essa modalidade de financiamento, teve uma expressiva relação com os investimentos industriais (CORTES; MARCONDES; DIAZ, 2014, p. 205).

²³ Cortes, Marcondes e Diaz (2014) utilizam como exemplo o caso do setor têxtil, considerado a indústria mais importante do Brasil no período, onde a relação entre empréstimos hipotecários e o capital total foi de 96%. Em outros setores observados essa razão girou em torno de 65%.

²⁴ Cortes, Marcondes e Diaz (2014) avaliaram a relação entre o crédito obtido por meio de hipotecas e a importação de máquinas. Dessa maneira os autores, realizaram testes empíricos fundamentados em cointegração. A importação de maquinários foi utilizada como variável proxy visto que seu nível se constitui em um indicador de investimento.

4 A INDÚSTRIA DE BEBIDAS NO BRASIL E A COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA

4.1 SURGIMENTO, DESENVOLVIMENTO E ESTRUTURA DAS CERVEJARIAS NO BRASIL ENTRE OS SÉCULOS XIX E XX

A indústria de bebidas representou um importante segmento de produção na fase inicial de industrialização do Brasil. Com destaque especial para a indústria de cerveja, as estatísticas de 1907 mostraram que esse setor era o terceiro maior em volume de investimentos em capital, perdendo apenas para as indústrias têxtil de algodão e açúcar (SUZIGAN, 2000, p. 228).

Para entender melhor a dinâmica e o desenvolvimento dessa indústria no Brasil será demonstrado a seguir, como o consumo da cerveja se popularizou no país e as formas primitivas de produção da bebida.

No período colonial poucos brasileiros tinham o hábito de consumir a cerveja. A bebida disponível no país era, geralmente, importada da Europa. Devido às intensas restrições comerciais do período, apenas um seletivo grupo de indivíduos tinham disponibilidade para pagar os altos valores necessários para conseguir adquiri-la. Somente em 1808, com a vinda da família real para o Brasil a importação da bebida foi facilitada visto que, logo após chegar à Bahia, Dom João VI decretou a abertura dos portos brasileiros às “nações amigas”. Em outras palavras, esse momento significou a abertura comercial do mercado nacional aos produtos ingleses, e marcou o início da disseminação do consumo da cerveja no Brasil (DE MARCHI, 2018; KÖB, 2000, p. 32).

Após a independência de Portugal em 1822, o comércio de cerveja no país se intensificou ainda mais. Esse fato foi proporcionado pelo aumento de comerciantes ingleses nas cidades litorâneas e pela influência dos portugueses que chegaram ao Brasil com a família real (KÖB, 2000, p. 32). Os comerciantes além de trazerem para o país diversos tipos de produtos europeus, incluindo a cerveja, já tinham costume de consumir a bebida, implementando seus hábitos na cultura local. Por outro lado, como a família real tradicionalmente se espelhava no modo de vida inglês, ela também foi capaz de influenciar o processo familiarização de seu consumo pela elite brasileira.

No início do século XIX, mesmo período da queda das restrições comerciais no Brasil, a Inglaterra era a líder europeia na produção de cerveja. A variedade mais conhecida era a

cerveja do tipo *Porter*, produzida na cidade de Londres. A produção desse tipo de bebida já contava com moderno sistema fabril, empregando máquinas a vapor e outros sistemas industriais avançados. Essa estrutura, considerada inovadora para a época, se contrastava com o modo de fabricação artesanal, predominante em outros países (MARQUES, 2014, p. 27). Dessa maneira, com a qualidade superior derivada do avançado processo de produção fabril, a cerveja inglesa conseguiu dominar o mercado nacional em grande parte do século XIX. Depois da *Porter*, a variedade que mais fez sucesso no país foi a *Pale Ale* e a *Upon Trent*, que tinha o sabor considerado mais suave (KÖB, 2000, p. 32).

Não obstante, devido ao seu alto custo, o consumo da cerveja importada geralmente era direcionado à elite. Nesse sentido a bebida se fazia mais presente nos hábitos de consumo da corte. A partir do aumento do volume de exportação da cerveja inglesa o consumo se estendeu para as regiões do interior do país. Entretanto, ainda não era possível afirmar que essa era uma bebida popular, visto que ainda era cara para o padrão de renda de grande parte dos brasileiros na época (MONTELEONE, 2008, p. 138).

Estima-se que o auge da importação de cervejas no Brasil ocorreu por volta da década de 1860, período que foi imediatamente seguido por uma grande queda. Nesse sentido, “de 1865 a 1869 o montante de cerveja inglesa exportada para o Brasil alcançou o valor de 480.000 libras, contra 111.000 libras de 1850-54 e 91.000 libras de 1885-89” (KÖB, 2000, p. 32). Uma explicação para essa queda é substituição da cerveja importada pela nacional, que já estava ganhando seu espaço no mercado brasileiro.

Embora não possa ser comparado ao apogeu de 1860, nas décadas finais do século XIX os importadores de cerveja observaram um tímido aumento nas vendas. Essa pequena recuperação ocorreu pela maior aceitação da cerveja de origem alemã pelos consumidores brasileiros. Nesse contexto, “[...] a cervejaria alemã já conquistava desde a metade do século XIX uma posição relevante no mundo todo, sobretudo pelo sucesso da cerveja de baixa fermentação originária da Bavária e da Boêmia” (KÖB, 2000, p. 32).

Com uma forma diferente e mais versátil de apresentação, a bebida importada da Alemanha chegava em caixas com garrafas, ao contrário das cervejas tradicionais inglesas, que vinham apenas em grandes barris. Essa característica facilitava a distribuição da mercadoria nos bares, botequins e armazéns locais (MONTELEONE, 2008, p. 139).

Mas não somente a nova apresentação da embalagem agradava aos consumidores brasileiros. Devido ao seu sabor mais suave, ser mais clara e apresentar maior tempo de conservação em relação às concorrentes, a bebida germânica conquistou a preferência do

público e consolidou as bases do sucesso da cerveja de baixa fermentação no mercado nacional (KÖB, 2000, p. 32).

As cervejas alemãs se diferenciavam das inglesas por suas características técnicas e ingredientes empregados em seu processo de fabricação. Dessa maneira, as cervejas inglesas, de alta fermentação, são também classificadas como *Ales*²⁵. Em relação as suas características, essas bebidas apresentam coloração mais escura e também adquirem um sabor de cereal mais intenso, derivado da natureza de seu processo fermentação. Essas cervejas também contém baixo teor de gás carbônico e podem apresentar um aroma frutal. O lúpulo, responsável por conferir o sabor amargo à bebida, geralmente não é utilizado. Vale ressaltar que também se classificavam nesse grupo, as cervejas que eram produzidas no Brasil por pequenos estabelecimentos, em meados do século XIX (MONTELEONE, 2008, p. 140).

Por outro lado, o processo de produção da cerveja de baixa fermentação, também denominado de *Lager*, somente é possível em ambientes mais frios. Nesse sentido, “enquanto as *Lagers* começam seu processo de fermentação em temperaturas mais baixas, entre 7°C e 12°C, as *Ales* precisam de temperaturas mais altas, que variam de 15 a 24°C” (MONTELEONE, 2008, p. 141)

Por conseguinte, a expansão da produção dessa nova qualidade de cerveja ocorreu de maneira paralela ao desenvolvimento de mecanismos mais eficientes de refrigeração. Dessa maneira, as cervejarias que eram capazes de produzir a cerveja de baixa fermentação possuíam como diferencial a utilização de equipamentos de refrigeração e a utilização de um tipo de fermento diferente, capaz de agir em baixas temperaturas (MARQUES, 2014, p. 35).

A possibilidade de manutenção da temperatura, viabilizada pelas novas tecnologias de refrigeração, também permitia às fábricas o maior controle sobre o processo de fermentação, que ocorria de maneira gradual em ambientes mais frios. Antes dessas inovações, a obtenção das condições ideais para a produção da bebida dependia do acesso às fontes de gelo natural. Além dos sistemas de resfriamento, para a produção da cerveja tipo Bavária nas modernas fábricas, era necessária a utilização de máquinas a vapor, já presentes tradicionalmente nas cervejarias inglesas. A partir da segunda metade do século XIX, fábricas dotadas com esse tipo de estrutura surgiram em várias regiões da Europa e da América (MARQUES, 2014, p. 35).

Embora a bebida germânica tenha caído no gosto dos brasileiros, o período crescimento de sua importação também foi notavelmente breve. A queda na venda da cerveja

²⁵ Nesse grupo estão incluídas as cervejas produzidas atualmente na Irlanda e Inglaterra (MONTELEONE, 2008, p. 140).

para o Brasil ocorreu a partir de uma medida orçamentária do governo, que quadruplicou os impostos incidentes sobre a cerveja estrangeira. A partir de então, com a inevitável elevação no preço da bebida, o consumidor reduziu drasticamente seu consumo. De maneira prática, o resultado dessa política foi a quase extinção da comercialização das cervejas estrangeiras no mercado brasileiro. Curiosamente, dentro desse cenário de restrições, as únicas cervejas importadas que entraram no país depois de 1900, foram as inglesas. A viabilidade da entrada das tradicionais cervejas *Porter* e *Stout* se derivava de suas vantagens alfandegárias, visto que ambas eram reconhecidas por suas propriedades medicinais (KÖB, 2000, p. 32).

Sob essa perspectiva, Maria Teresa Versiani, ao realizar a análise do sistema de tarifas no início do século XX, pontuou que o aumento das taxas de importação não foi uma decisão deliberada do governo para a proteção da indústria nacional. Mas, se deu em resposta às medidas voltadas para o equilíbrio orçamentário do governo em busca do estabelecimento do valor do mil-réis, que teve uma significativa desvalorização após o período do Encilhamento. Não obstante, a elevação da cota-ouro após 1906 acabou tendo o efeito de proteção para a indústria nacional ao tornar os produtos estrangeiros mais caros no mercado interno (VERSIANI, 1982, p. 484).

A vantagem para a indústria de bebidas é observada na medida em que o aumento de tarifas não ocorreu na mesma proporção entre as mercadorias finais e as matérias-primas e equipamentos, tendo tido maior incidência sobre os produtos acabados, como a cerveja. Por outro lado, a paulatina valorização cambial causada pela redução das importações, também teria cumprido seu papel ao frear o aumento do preço de insumos estrangeiros, necessários para o funcionamento das cervejarias. Dessa maneira, os bens de capital e matérias-primas importadas pelas empresas nacionais, como o malte e o lúpulo, ainda eram acessíveis às fábricas, permitindo a ampliação da produção nacional (VERSIANI, 1982, p. 484).

Não obstante, Suzigan (2000, p. 133) pondera que os reflexos do aumento de tarifas sobre o malte e o lúpulo, aliado ao aumento da taxa de câmbio, considerando-se que o mil-réis a ainda apresentava forte desvalorização na década de 1890, encareceu a compra desses insumos estrangeiros. A partir dessa perspectiva, o aumento do preço das matérias-primas importadas para a produção da bebida teria sido capaz de neutralizar parte dos efeitos protecionistas, derivados aumento da tarifa sobre a cerveja importada e da desvalorização da moeda nacional. De qualquer maneira, esse conjunto de fatores ajuda a explicar como o início do século XX marcou o fim da onda de importações de cerveja e a consolidação das cervejarias nacionais no suprimento da demanda interna.

O primeiro registro formal da produção da cerveja no Brasil, que se teve notícia foi um anúncio comercial no *Jornal do Commercio* do Rio de Janeiro, publicado em 27 de outubro de 1836. Com um princípio modesto no país, há evidência de somente alguns poucos estabelecimentos produtores da bebida até a década de 1850. Esses produtores se localizavam no Rio de Janeiro, em São Paulo e no Rio Grande do Sul, sendo a região do Rio a que apresentava relativamente os maiores estabelecimentos. Para ilustrar o tamanho desses empreendimentos, “no exercício de 1855/56 trabalhavam na cervejaria Henrique Leiden 10 pessoas, produzindo 120 mil garrafas de cerveja. A cervejaria Villas Boas & Cia. fazia concorrência com esta primeira, empregando, porém 18 trabalhadores e produzindo 300 mil garrafas por ano” (KÖB, 2000, p. 32).

Em São Paulo o consumo cerveja começou a se popularizar por volta de 1840. Até esse período ainda não se observava nenhuma fábrica na cidade. A cerveja mais popular era a da Penha e o primeiro depósito da bebida em São Paulo foi a cervejaria “O Corvo”, de propriedade de Henrique Schomburg. No ano de 1857, já podia se observar o funcionamento de duas fábricas na região. Apesar da existência dessas cervejarias, ainda era relativamente comum o consumo da cerveja inglesa na cidade. As marcas mais consumidas eram a “Tenent” e a “Bess” – ou “Bass”, “essa última vendida em botijas louçadas que depois serviam para adicionar outras bebidas²⁶, populares nessa época em São Paulo” (BRUNO, 1953, p. 649).

Nas décadas seguintes, o movimento de crescimento do setor contribuiu para que a cerveja nacional ocupasse cada vez mais seu espaço no mercado doméstico, em substituição às variedades importadas da Inglaterra e posteriormente da Alemanha. Embora no decorrer dessa trajetória possa se ter observado algumas breves interrupções, essa tendência se manteve até a década de 1930. Nesse contexto, é oportuno ressaltar que uma das piores adversidades enfrentadas pelo setor cervejeiro ocorreu no período da Primeira Guerra Mundial. Como o segmento dependia do malte e lúpulo, normalmente importados da Áustria e da Alemanha, houve a falta de matérias-primas para a produção da bebida, já que no contexto dos conflitos essas matérias-primas não conseguiam chegar ao país em quantidade suficiente (KÖB, 2000, p. 32; MARQUES, 2014, p. 182).

No decorrer da segunda metade do século XIX a produção de cerveja no Brasil ainda era “pulverizada”. Em outras palavras, existiam inúmeros pequenos cervejeiros, os quais produziam a bebida de forma praticamente rudimentar e artesanal. A produção da cerveja de

²⁶ Dentre as bebidas populares na época, Bruno (1953, p. 649) cita a “caramuru”, contendo uma mistura de milho socado, açúcar, gengibre e água. A “gengibirra” era outra bebida apreciada pelas crianças, dentre seus ingredientes estavam a farinha de milho, gengibre, casca de limão e água.

alta fermentação era relativamente simples e não exigia altos montantes de investimento. Ao contrário da fabricação da cerveja de baixa fermentação, esse tipo de bebida não implicava na necessidade de aquisição de produtos importados como: compressores, tubos e outros equipamentos de refrigeração. Apenas um conhecimento elementar sobre o processo de produção e alguns utensílios simples (como tinas e recipientes para a fervura) já eram suficientes para a fabricação da cerveja (MARQUES, 2014, p. 36). Nessas pequenas fábricas, “uma caldeira de cobre de 500 mil litros, uma máquina de engarrafamento e outra de enrolhar, um moedor de grãos e duas tinas para fermentação eram suficientes para se montar um estabelecimento e produzir cerveja de alta fermentação [...]” (KÖB, 2000, p. 32).

É interessante ressaltar ao leitor que essa bebida recebe o nome de “cerveja de alta fermentação”, por seu processo ocorrer em temperaturas mais altas e também pela característica da acomodação dos grânulos de malte, os quais se precipitam no alto do líquido em fermentação. Como era inviável aos pequenos produtores pasteurizar a bebida, devido ao processo representar o aumento dos custos, a fermentação continuava a acontecer mesmo depois de finalizada sua produção, na embalagem da cerveja. Em decorrência disso, o líquido da garrafa se expandia continuamente. Se não fosse consumida em poucos dias, o aumento da pressão da cerveja no interior da garrafa ocasionava a expulsão da rolha ou da tampa de vedação. Nesse tipo de bebida, para a fixação da rolha era comum a utilização de um pedaço barbante. Devido a essa característica, a bebida também era conhecida como “cerveja barbante” (MARQUES, 2014, p. 37).

Por ser um produto com curto prazo de validade, o estoque ou o transporte da cerveja a longas distâncias era muito difícil. A partir dessa limitação, a produção dessas pequenas cervejarias tinha curto alcance, atingindo apenas o comércio local. Dessa maneira, a produção geralmente era comercializada nos próprios bares e tavernas próximos à fábrica. A maior dificuldade que essas cervejarias enfrentavam no período, estava ligada à obtenção da matéria-prima. A cevada produzida no país não atingia os níveis de qualidade necessários para a fabricação da bebida e o lúpulo não era cultivado na região. Diante desse cenário, a saída encontrada pelos cervejeiros foi a substituição desses ingredientes pelo milho, arroz, e açúcar, os quais podiam ser obtidos facilmente no mercado interno. No início do século XX, embora se observasse a utilização do malte de cevada estrangeira, ele recorrentemente era adulterado com açúcar (KÖB, 2000, p. 34; MARQUES, 2014, p. 38).

A técnica para a produção de cerveja no Brasil foi introduzida pelos imigrantes alemães e italianos. Algumas dessas pessoas produziam a bebida como uma atividade

complementar, buscando ganhos extras. No sul do Brasil, por exemplo, era comum a presença de pequenos produtores. Como a região estava afastada dos grandes centros, a cerveja era muitas vezes produzida pelos próprios estabelecimentos que a comercializavam. Nesse sentido, estimou-se a existência de pelo menos 100 dessas vendas-cervejarias no Rio Grande do Sul em meados do século XIX. Entre os estados da região que mais se destacaram na produção da bebida de alta fermentação estava Santa Catarina. Somente em 1925, o estado abrigou a primeira grande fábrica dotada de estrutura para a fabricação da cerveja de baixa fermentação (variedade considerada de qualidade superior) pela Cervejaria Catharinense Ltda. Dessa maneira, o relativo atraso para a produção em larga escala desse tipo de bebida pode explicar o desenvolvimento de um grande número de manufaturas profissionais nessa região (KÖB, 2000, p. 34).

A produção de cerveja em escala industrial, só começou a aparecer no Brasil por volta das décadas de 1870 e 1880. Em 1878, por exemplo, a cervejaria Friedrich Christoffel, situada em Porto Alegre já atingia a produção de mais de um milhão de garrafas. No entanto, essa indústria nascente enfrentava grandes dificuldades para se estabelecer no país. Como já comentado, a primeira e mais antiga delas era a obtenção de matéria-prima, que tinha de ser importada. A outra dificuldade diz respeito ao novo método de produção exigida pela cerveja de baixa fermentação, que demandava a manutenção de refrigeração não somente em sua etapa de produção, mas também em seus galpões de armazenamento. Soma-se a essa questão, o desafio imposto pela necessidade de regulagem da temperatura ideal no processo de fermentação da bebida sob o clima tropical brasileiro. Esse último problema, tentava ser solucionado a partir da importação de gelo natural dos Estados Unidos, medida que se mostrava insuficiente para estabelecer as condições adequadas à produção (KÖB, 2000, p. 37). Nesse contexto, a construção de uma fábrica moderna, voltada à fabricação de cerveja de baixa fermentação em larga escala, se mostrava tecnicamente inviável.

Essa condição começou a mudar no Rio de Janeiro em 1880, onde a instalação de máquinas compressoras frigoríficas possibilitou a manutenção da temperatura do ambiente industrial por meio do fornecimento de gelo artificial. Essa inovação significou a gênese das grandes cervejarias no Brasil, as quais algumas marcas se mantem até os dias de hoje. Nas palavras de Edgar Köb:

Com essa nova tecnologia puderam ser instaladas no Brasil fábricas de cerveja do padrão da Bavária. A ainda hoje liderante Companhia Cervejaria Brahma no Rio de Janeiro, e a Companhia Antarctica Paulista, em São Paulo, são os dois exemplos mais importantes. Esta última, por sua vez, marcou com sua história o desenvolvimento geral desse setor industrial. (KÖB, 2000, p. 37).

No decorrer do desenvolvimento da indústria de cerveja no Brasil houve o envio de pessoal para cursos de aperfeiçoamento no exterior, sobretudo essas pessoas eram direcionadas pelas grandes empresas a escolas técnicas de cervejaria na Alemanha. A importação das técnicas germânicas possibilitou à jovem indústria brasileira alcançar grandes níveis de lucratividade. Vale lembrar que além das técnicas, a Alemanha juntamente com a Áustria era responsável por fornecer as matérias-primas e os bens de capital, essenciais à produção da bebida no país (KÖB, 2000, p. 37).

Embora algumas cervejarias, como a Antartica e a Brahma em 1890, já fossem consideradas de grande porte, inicialmente sua produção era restrita aos seus estados de origem. Nesse sentido, mais uma barreira a ser enfrentada por esse setor eram as “taxas de importação” de mercadorias, cobradas no comércio entre estados. Esse fator, aliado a precariedade das vias de transporte, encarecia o preço de comercialização da bebida e dificultava o seu fornecimento para regiões mais distantes. Apesar dessas dificuldades, as recém-criadas Brahma e Antartica já ambicionavam a expansão de seus mercados no âmbito nacional. Dessa maneira, essas duas grandes empresas em uma espécie de cartel, decidiram assumir um acordo em comum estabelecendo os níveis de preço e produção no país. No entanto, esse acordo não impediu a absorção de cervejarias concorrentes, elevando ainda mais o grau de concentração desse segmento. No Rio de Janeiro e em São Paulo observava-se, respectivamente, a compra da Teutônia pela Brahma, a qual se transformou em Companhia cervejaria Brahma, e a compra da Cervejaria Bavária pela Companhia Antartica Paulista (MARQUES, 2014, p. 78).

De acordo com Köb (2000, p. 37), já em 1904 podia ser observada a tendência de concentração do mercado cervejeiro no país. Com o processo de crescimento da Brahma e da Antartica nos anos seguintes, se tornou ainda mais evidente o poder de oligopólio das duas empresas no mercado brasileiro. Esse movimento de concentração no início no século XX também foi observado por Suzigan (2000). Nesse sentido, o autor elucida que:

A capacidade de produção era altamente concentrada, e as quinze maiores fábricas eram responsáveis por cerca de três quartos da produção total (das 186 cervejarias), detinham 85,5% do capital e 90,4% da potência instalada e empregavam 60,6% do total da mão-de-obra utilizada pela indústria. As três maiores empresas eram a Companhia Cervejaria Brahma, a Companhia Antartica Paulista e a Fábrica de Cerveja Paraense, esta em Belém. As três companhias controlavam mais de 50% do mercado, 61,9% do capital, 68% da potência instalada e 47,3% da mão de obra empregada na indústria da cerveja. Mas a Brahma e a Antartica tinham predomínio absoluto (SUZIGAN, 2000, p. 235).

A concentração de grande parcela do mercado nas mãos de apenas duas cervejarias, fez com essas grandes empresas tivessem maior poder de influência frente ao Estado. Dessa

maneira, a partir de uma união para influenciar o governo, Brahma e Antarctica conseguiram modificar a política tarifária a seu favor. Em 1892, no momento da elevação das tarifas de importação para bebidas estrangeiras, as cervejarias nacionais encontraram o momento oportuno para aumentar seus ganhos. Assim, no interior de uma estrutura oligopolista, caracterizada pelo aumento controle do mercado brasileiro de cerveja (intensificada posteriormente pela compra de pequenas cervejarias) e quase ausência da concorrência estrangeira, era possível desfrutar de liberdade para atingir maiores lucros (KÖB, 2000, p. 37; MONTELEONE, 2008, p. 147).

A estratégia para tal objetivo foi buscada a partir da redução da quantidade do produto e o aumento de preços. Nesse sentido, “em São Paulo passaram de 200 réis por um copo de 0,25 litros para 300 réis por um de somente 0,2 litros” (KÖB, 2000, p. 40). Diante dessa medida, houve retaliação por parte dos consumidores, que organizaram um boicote contra essas companhias. Dessa maneira, “o cartel foi oficialmente dissolvido em 1911, ainda que os grupos, controlados por famílias alemãs, continuassem a conversar sobre preços e quantidades para a totalidade do mercado brasileiro” (MONTELEONE, 2008, p. 147).

Ao longo do tempo a demanda por cerveja foi se ampliando cada vez mais. Dessa maneira, estima-se que o consumo da bebida cresceu quase quarenta vezes no intervalo compreendido entre 1885 e 1930. Embora tenha se observado já no início desse período a tendência para a concentração do mercado cervejeiro, uma significativa parte dessa demanda teria sido atendida por pequenos produtores. Dessa forma, foi observada a curiosa coexistência entre as empresa industriais e um grande número de manufaturas. De acordo com dados do censo industrial de 1907, cerca de 69% das cervejarias registradas eram de pequeno porte, as quais empregavam até 10 trabalhadores. Na década de 1920 esse valor passou para 74% do total de empresas de registradas. Embora não se possa garantir a precisão desses levantamentos, eles ajudam a evidenciar a permanência da fabricação artesanal em meio ao domínio das grandes empresas industriais (KÖB, 2000, p. 40).

Nesse sentido, mediante ao o poder de mercado da Brahma e da Antarctica, o que explicaria a sobrevivência desses pequenos produtores? A resposta para essa pergunta está no próprio modo de organização da produção nas fábricas e a estrutura de custos inerentes à produção artesanal. Essas pequenas manufaturas não demandavam altos investimentos em equipamentos, ao contrário do que acontecia nas grandes empresas que produziam a cerveja de baixa fermentação. Além disso, a relativa baixa produtividade desses pequenos empreendimentos poderia ser compensada pelo emprego de mão de obra de menor custo, a

qual era composta pela própria família do produtor. Esses fatores mantinham os preços da cerveja de alta fermentação competitivos frente aos valores praticados pelas grandes companhias (MARQUES, 2014, p. 56).

Nesse sentido, o valor de uma garrafa de cerveja de baixa fermentação, produzida por grandes empresas industriais custava 750 réis. Por outro lado, a cerveja de alta fermentação era muito mais barata, de produção mais simples e artesanal, podia ser encontrada por apenas 240 réis (KÖB, 2000, p. 40). Em outras palavras, a cerveja de alta fermentação produzida pelas pequenas fábricas custava ao consumidor menos de um terço do valor correspondente ao das bebidas de baixa fermentação, fornecidas pela Antarctica e pela Brahma.

Dessa maneira, ainda que a preferência dos brasileiros fosse em direção às grandes marcas de baixa fermentação, por uma restrição de renda, muitos optavam pela bebida de alta fermentação. Essa característica foi capaz de sustentar por muitos anos a existência paralela do elevado número de empresas de menor porte entre as grandes cervejarias. Portanto, embora a Brahma e a Antarctica sejam exemplos de modernidade e evolução na produção da bebida, as pequenas manufaturas tiveram um papel crucial antes mesmo da organização dessas companhias. Muito mais do que a oferta da bebida, esses pequenos produtores foram capazes de contribuir para a introdução da cerveja no hábito cultural dos brasileiros (KÖB, 2000, p. 41).

Outros fatores de ordem técnica, também são capazes de explicar como a cerveja, em detrimento de outras bebidas, foi incorporada com tanto sucesso aos hábitos dos trabalhadores, cumprindo parcialmente o papel de substituto do vinho no caso dos imigrantes italianos. De acordo com Köb (2000, p. 42), por um longo período verificou-se no Brasil a impossibilidade do cultivo de uvas, visto que as variedades de plantas trazidas da Europa não se adaptavam ao clima tropical brasileiro. Com a escassez dessa matéria prima no país e a impossibilidade de importação do fruto, visto que é um insumo altamente perecível, a produção de vinho nas terras brasileiras se tornou inviável. Por outro lado, os vinhos de origem estrangeira chegavam ao Brasil com preços pouco atrativos, dado a alta incidência de impostos sobre essa bebida.

A partir do fim do século XIX e início do século XX, com o estabelecimento da produção de cerveja de baixa fermentação em escala industrial, essa bebida se solidificou ainda mais na mente e nos hábitos dos brasileiros. A cerveja, que se apresentava como o resultado de fábricas modernas, possuía a fama de ser mais leve e, portanto, mais “adequada” para ser consumida no convívio social. Seu consumo se transformava no ícone da civilidade

evolução das cidades. Em contrapartida, o consumo de aguardente era associado à vulgaridade e a comportamentos impulsivos ou violentos. Antártica e Brahma se empenharam para criar a imagem da bebida como um produto superior, fabricado com base nos mais altos padrões de higiene e qualidade de matérias-primas, em detrimento das cervejas de alta fermentação produzidas pelos pequenos estabelecimentos (FIGURA 1). Nesse sentido, não era raro encontrar anúncios de cervejarias enaltecendo as supostas propriedades benéficas de seus produtos, algumas linhas inclusive, prometendo trazer benefícios à saúde de gestantes e lactantes (FIGURA 2) (MARQUES, 2014, p. 244; SOUSA, 2017, p. 112).

Figura 1- Anúncio da Cerveja Antartica

Os médicos fazem fortunas



**curando estomagos
arruinados!**

—o—

As cervejas, os licôres, as aguas mineraes e outros productos fabricados pela COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA recommendam-se pela superioridade da materia prima nelles empregada.

—o—

Peçam em toda parte Cerveja "Antarctica" (Pilsen ou Munchen), "Hamburgueza" ou "PRETINHA". E' sem rival a nossa cerveja "Culmbach", typo "Guinness".

—o—

Companhia Antartica Paulista

CAIXA, 85 — S. PAULO

Fonte: Revista Ilustração de São Paulo (1919).

Figura 2- Anúncio da Cerveja Antartica

CERVEJA ANTARCTICA

Sempre a
PREFERIDA

MAMAE!
bebe
esta
CERVEJA

Companhia Antartica Paulista

The advertisement is framed by a decorative border of red floral motifs. At the top, the title 'CERVEJA ANTARCTICA' is printed in a bold, black, sans-serif font. Below the title, two dark glass beer bottles are positioned on either side of a central decorative flourish. The bottle on the left has a label that reads 'CERVEJA ANTARCTICA', 'COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA', and 'SAO PAULO'. The bottle on the right has a label that reads 'PILSENER BEER', 'ANTARCTICA', and 'CERVEJA ANTARCTICA'. In the center, between the bottles, is a decorative flourish of leaves and berries. Below this, the text 'Sempre a PREFERIDA' is written in a mix of serif and sans-serif fonts. At the bottom of the advertisement, a central illustration shows a smiling baby in a white dress holding a bottle of Antarctica Beer. Below the baby, the text 'MAMAE! bebe esta CERVEJA' is written in a mix of serif and sans-serif fonts. At the very bottom, the company name 'Companhia Antartica Paulista' is printed in a large, bold, serif font.

Fonte: Revista A Vida Moderna - SP (1911).

Todos esses fatores fizeram com que a cerveja adquirisse espaço na escolha do consumidor brasileiro. Com a produção de várias linhas da bebida, o produto conseguiu se inserir nos hábitos de brasileiros de diversas classes sociais. Dentro dessa perspectiva, não seria exagero afirmar que “oferecida a preços atraentes, como produto de massa, a cerveja se tornou um produto adaptável às exigências de cada mercado em que seu consumo se difundiu” (MARQUES, 2014, p. 34).

A próxima seção mostra, de maneira mais específica, o nascimento da Companhia Antarctica Paulista, suas características de produção e sua trajetória para a consolidação no mercado brasileiro de cervejas de baixa fermentação.

4.2 A COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA

A Companhia Antarctica, juntamente com a Cervejaria Brahma, marcaram o período inicial do desenvolvimento industrial brasileiro. Como abordado na última seção, a partir da relevante atuação dessas empresas, a produção de bebidas com tecnologia alemã foi suficiente para atender ao mercado interno de cervejas de baixa fermentação ainda no final do século XIX.

A história do desenvolvimento da Companhia Antarctica Paulista ocorre no contexto do processo de consolidação de São Paulo como importante centro industrial do país e maior concentração manufatureira da América Latina nas primeiras décadas do século XX (DEAN, 1971, p. 20). Sua trajetória teve a participação de diversos atores: além de cervejeiros que possuíam experiência na produção da bebida de alta fermentação, observa-se a presença de empresários de outros ramos e de uma firma importadora. Nos próximos parágrafos será brevemente apresentado como foi a participação dos principais agentes na formação e expansão da companhia.

Tudo começou quando, em 1868, Louis Bücher, descendente de cervejeiros germânicos, instalou-se na cidade de São Paulo. Inicialmente, Louis Bücher abriu uma pequena cervejaria, este empreendimento ainda empregava técnicas simples de fabricação e como matéria-prima costumava utilizar milho, arroz, além de outros cereais substitutos do malte e da cevada. No entanto, o desejo desse empresário era produzir a cerveja de baixa fermentação, mais clara e de sabor suave (KÖB, 2000, p. 38).

Tempos depois, em 1885, um grupo de comerciantes adquiriu um extenso lote na região de Água Branca, tal aquisição foi noticiada nos jornais da época. Os compradores

eram: João Alberto de Salles, Joaquim de Salles, Luiz Salles, José Alves de Cerqueira César, Luiz de Toledo Piza, Antônio Penteado e José Paulino Nogueira. Na escritura pública emitida em fevereiro do mesmo ano, constava que o local seria destinado à construção de uma empresa, a Antartica Paulista, especializada na produção e comercialização de gelo, além de armazenamento de alimentos. De maneira mais detalhada, os estatutos da empresa²⁷ informavam que ela se concentraria também na distribuição de banha de porco, legumes e carnes na região de São Paulo. Seu contrato social foi registrado na Junta Comercial do Rio de Janeiro em junho de 1885 (DE MARCHI, 2018)

Sem equipamentos de refrigeração, necessários à produção da cerveja de baixa fermentação em sua pequena fábrica, Bücher viu em Joaquim Salles, um dos proprietários da Antartica, a oportunidade de constituir uma sociedade para a produção da bebida. Com parte de sua capacidade produtiva ociosa devido à falta de animais, Joaquim Salles poderia direcionar a utilização de sua máquina de fazer gelo para outra atividade: a produção da cerveja de baixa fermentação, anteriormente importada da Alemanha. Com a formação da sociedade entre os empresários, surgiu em 1888 na Água branca, a Antartica Paulista: fábrica de cerveja e gelo. Bücher assumiu a direção da empresa, e a Antartica passou a ser a primeira fábrica de cerveja que dispunha da tecnologia de baixa fermentação (KÖB, 2000, p. 38).

A localização da cervejaria era privilegiada, contando com o acesso a duas ferrovias: Inglesa e a Sorocabana. Sua estrutura contava com câmaras frigoríficas e espaço para o enlatamento de carnes, fabricação de salsichas e presunto. Além disso, a fábrica possuía equipamentos para a produção de gelo. Fora do espaço da produção eram observadas a parte administrativa da Companhia e as moradias dos funcionários (SOUSA, 2017, p. 54).

A princípio, a Antartica apresentava uma pequena escala de produção da bebida, mil e quinhentos litros por vez, aumentando para seis mil litros posteriormente. Desse modo, embora inicialmente bem sucedida, a obtenção de financiamento para a expansão da produção era indispensável. Grande parcela desses recursos foi buscada em 12 de fevereiro de 1891, quando a Antartica modificou seus estatutos e tomou a forma de sociedade anônima. O decreto que oficializou essa mudança foi firmado em 2 de maio do mesmo ano, por Marechal Deodoro da Fonseca. O capital da empresa em 31 de dezembro de 1891 estava contabilizado²⁸ em 3.000 contos de réis (KÖB, 2000, p. 40; SOUSA, 2017, p. 54).

²⁷ Pela impossibilidade de obter acesso aos documentos internos, específicos da companhia, essas informações tiveram como referência os relatos obtidos em De Marchi (2018).

²⁸ Valor observado no Balanço Patrimonial da empresa de 31 de dezembro de 1891, publicado no Diário Oficial do Estado de São Paulo em 12/02/1892.

No ano de 1893, constavam no quadro de principais acionistas: Antônio Zerrenner, Adam Dietrick von Bülow, Antônio Campos Sales, Antônio de Toledo Lara, Augusto Rocha Miranda, Teodoro Sampaio e Asdrúbal do Nascimento (DE MARCHI, 2018). Dentre esses nomes, merecem destaque: João Carlos Antônio Zerrenner²⁹, de origem alemã, e o dinamarquês Adam Dietrick von Bülow, ambos eram proprietários da empresa de importação Zerrenner, Bülow & Cia³⁰, em São Paulo.

Zerrenner e Bülow foram peças fundamentais no processo de modernização da Antarctica³¹. Como importadores, tinham acesso facilitado às modernas máquinas alemãs, direcionadas então para a produção de cerveja (FIGURA 3). A atuação dos sócios não se limitou à modernização da companhia, mas também teve uma importante função na captação de recursos para seu financiamento. Nesse sentido, além de concederem um empréstimo 860 contos à Antarctica, eles utilizaram de suas conexões com o exterior para a obtenção de recursos extras junto aos credores alemães. Recursos que foram voltados, sobretudo, à expansão da companhia (KÖB, 2000, p. 40). De outra maneira, “a função deles na Antarctica foi facilitar a compra de máquinas no exterior e obtenção de créditos junto a bancos estrangeiros, já que era prática comum a participação de importadores nas fábricas que surgiram no Brasil, no período, com essa finalidade.” (MARSON, 2012, p. 502). Nesse ponto do trabalho, é interessante ressaltar ao leitor que a importância dos sócios para o desenvolvimento da Companhia Antarctica Paulista convergiu com a descrição do papel do empresário importador elucidada por Dean (1971), conforme já discutido no início da seção 2.3.

O principal acionista da Companhia, Antônio Zerrenner voltava ao seu país de origem, onde fechava negócios e revia sua família. Em uma dessas visitas, conheceu Helena Matilde Ida Emma Kruschke, com a qual se casou em 1909. Zerrenner faleceu em 1933. Como não possuía filhos, em seu testamento estava a determinação da transferência de toda sua propriedade para a criação de uma fundação³² após a morte de sua esposa, Helena Zerrenner.

²⁹ Antônio Zerrenner nasceu em Lübeck, região norte da Alemanha, em 1843, e chegou ao Brasil aos 19 anos de idade. Ao desembarcar no porto de Santos, em 1862, encontrou uma cidade que se estruturava ao redor da atividade exportadora de café. A partir desse ambiente tão favorável aos negócios, Zerrenner optou por permanecer em Santos por alguns anos após sua chegada ao país. Nesse período, conheceu o dinamarquês Adam Dietrick von Bülow, que mais tarde se tornaria seu sócio na comercial importadora Zerrenner, Bülow & Cia (DE MARCHI, 2018).

³⁰ Além da importação essa companhia possuía atuação em diversas atividades como: a construção de máquinas, banco de câmbio e depósito de querosene. (MARSON, 2012, p. 502)

³¹ Segundo De Marchi (2018), Antonio Zerrenner e Adam von Bülow também foram responsáveis por trazer para a companhia, Julius Staehle e Ambrósio Hirschmann, prestigiados cervejeiros alemães.

³² De acordo com De Marchi (2018), na transferência do patrimônio para a criação da fundação estavam inclusas as ações da Companhia Antarctica Paulista.

O objetivo dessa instituição seria desenvolver ações sociais e suporte econômico para funcionários da Cia. Antarctica, além de oferecer auxílio para estudantes carentes (DE MARCHI, 2018).

No entanto, o cumprimento do testamento de Antônio Zerrenner resultou em uma batalha judicial que se estendeu até meados da década de 1940. Até então, após a morte de Zerrenner, a incerteza sobre o destino de suas ações assombrava constantemente os planos de expansão da Companhia. Finalmente, no ano de 1944, a partir de uma decisão da Justiça, os destinos da Antarctica foram definidos por meio da atribuição do controle acionário da empresa à Fundação Antônio e Helena Zerrenner, instituição fundada em 1936, após o falecimento de Helena Zerrenner (DE MARCHI, 2018).

Figura 3- Anúncio da importadora Zerrenner, Bülow & Cia

SÃO PAULO
Rua de São Bento, 61
Caixa Postal, 93

Zerrenner, Bülow & Cia., Ltda.

SANTOS
Rua do Commercio, 92-96
Caixa Postal, 1

**Importadores
de Mercadorias em Geral**

**Cimento “Dcus Martellos” e “Cavallo Preto” Arame farpado
“Bororó” e “3 Narvale” Aço, Arame, Chapas e Tubos de todas
qualidades, Ferros e Vigas Machinas de Costura a mão e
com pedal “Saxonia”, “Vestazinha”, “Vesta” e “Lydia”**

**Machinas industriaes e agricolas -- Completo sortimento de
ferragens, miudezas, tintas e oleos, cutelaria etc.**

Oleos lubrificantes e graxas marca “Dous Martellos”

Agentes distribuidores de Gazolina e Kerozene “CITEX”

Agentes-Geraes da Companhia Antartica Paulista

Agentes da Companhia de Navegação

Norddeutscher Lloyd Bremen

Fonte: Jornal Correio Paulistano (1929).

De volta aos primeiros anos de operação da cervejaria, no ano de 1893, foi possível observar que a trajetória inicial da Companhia Antarctica Paulista foi marcada por notáveis adversidades. A empresa enfrentou atrasos em navios que traziam as máquinas do exterior. Além disso, se deparou com uma série de dificuldades em decorrência da forte desvalorização do mil-réis. Esse fenômeno causou encarecimento de parte das dívidas da empresa, as quais

eram cotadas em moeda estrangeira. Com o aumento do valor de seus débitos, a companhia enfrentou problemas financeiros. A partir desse cenário, o empréstimo concedido pela firma importadora, de propriedade de Zerrenner e Büllow, foi convertido em ações e esses sócios assumiram o total controle da empresa, detendo 51,15% do capital. Ainda em julho de 1893, a partir de uma decisão unânime, o capital da firma foi reduzido, passando para 1.710 contos de réis (KÖB, 2000, p. 38; MARSON, 2012, p. 502).

No entanto, parece que as dificuldades financeiras foram momentâneas na companhia. Em 1899 o capital da firma já tinha apresentado um aumento expressivo, passando para 3.500 contos. De acordo com Bandeira Júnior, no início do século XX a companhia já contava com três máquinas de gelo, duas do sistema *Linde* e uma americana do modelo *Cleveland*. A capacidade da produção de cerveja poderia chegar a 42.000 litros em 24 horas e o volume de gelo fabricado poderia atingir 58000 quilos no mesmo intervalo (BANDEIRA JÚNIOR, 1901, p. 35-36).

Em 1905, a Antartica comprou a Bavaria de Henrique Stupakoff, sua concorrente em São Paulo, pelo valor de 3.700 contos. A compra dessa cervejaria só foi possível pelo aumento do capital da Companhia Antartica, o qual atingiu 7.000 contos em 1902 e 8.500 contos em 1904. A cervejaria Bavaria estava situada no bairro da Mooca, e de modo estratégico tinha acesso à Estrada de Ferro Inglesa pelos fundos da fábrica. Assim como a Antartica, as máquinas na Bavaria eram de origem alemã ou suíça (KÖB, 2000, p. 38; PINTO, 1979, p. 2).

Nos anos que seguiram a compra da cervejaria Bavária em 1905, a Companhia Antartica concentrou suas atividades na nova fábrica da Mooca. Essa decisão teve como objetivo a redução de despesas. A antiga fábrica da Água Branca foi temporariamente desativada, porém preservada no patrimônio da empresa para eventuais picos na demanda. Não obstante, para a centralização da produção na cidade de São Paulo foi necessária a ampliação da fábrica, assim como a construção de novas adegas, poços artesianos, chaminés e casas para funcionários (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1906, p. 782).

Nesse sentido, é interessante destacar as características do processo produtivo da Bavaria pouco tempo antes de se integrar à Antartica. Para tal, será utilizado o relato de Alfredo Moreira Pinto, contida em sua obra que trata sobre a cidade de São Paulo em 1900. Ainda que essa descrição possa não abordar com precisão as técnicas de produção empregadas pela Companhia Antartica, a narrativa do autor permite compreender a

importância do investimento em capital no processo de fabricação da cerveja de baixa fermentação.

A partir dessa perspectiva, para a produção da cerveja, a Bavaria contava com três máquinas a vapor com potências de 80, 160 e 300 cavalos, respectivamente. Essas máquinas eram utilizadas na fabricação do gelo que era utilizado para o resfriamento das salas de refrigeração e das adegas climatizadas. As adegas refrigeradas eram indispensáveis para o processo adequado de maturação da bebida (PINTO, 1979, p. 217).

Assim, a produção da cerveja ocorria em duas salas, cada uma delas com quatro equipamentos sendo duas caldeiras para ferver o produto e duas tinas, uma para mexer e a outra para filtrar³³. A partir de então, um conjunto de bombas levava o extrato da cevada para um sistema de refrigeração, no qual sua temperatura declinava rapidamente de 80 para 4 graus. Essa etapa ocorria na sala de fermentação, onde a temperatura também era de quatro graus acima de zero. Nessa sala, a cerveja ficava em tinas entre 10 e 15 dias. No caso da Bavária, estavam disponíveis 63 tinas de com capacidade de 5.000 litros cada. Posteriormente, a bebida descia para um dos 12 armazéns frigoríficos. Cada depósito tinha capacidade para 10.000 litros, nesses recipientes a temperatura não passava de zero grau. Então, a cerveja ficava armazenada em barris de carvalho no período de três a quatro meses, esse era o tempo de maturação necessário para que a bebida atingisse níveis satisfatórios de qualidade. Em uma sala refrigerada, o chopp era armazenado em barris pequenos. De outra maneira, a cerveja era engarrafada por máquinas em recipientes higienizados mecanicamente (PINTO, 1979, p. 218).

Diferentemente da bebida de alta fermentação, a cerveja de baixa fermentação era pasteurizada, característica que conferia maior durabilidade ao produto. Nesse processo, as garrafas, fornecidas por um segurador de metal, eram colocadas em seis tanques de ferro. Posteriormente, esse tanque era preenchido com água, a qual era aquecida no vapor, até a temperatura de 60 graus, “[...] sendo dessa maneira tiradas da cerveja todas as impurezas que ficaram da fermentação” (PINTO, 1979, p. 218). Algumas garrafas não resistiam à variação de temperatura do processo e acabavam quebrando. No entanto, as vantagens que esse método apresentava para a conservação da qualidade do produto, compensavam as perdas derivadas de sua execução.

A nova unidade da Antártica apresentava grande estrutura para a produção de cerveja. No ano de 1907, sua fábrica no bairro da Mooca já contava com moderna maquinaria

³³ A partir desses equipamentos a Bavária era capaz de produzir cerca de 4.000.000 de litros em um por ano (PINTO, 1979, p. 217).

alemã. Os motores eram alimentados por três caldeiras a vapor de cerca de 20 toneladas e 56 metros de superfície. Essas caldeiras eram abastecidas por bombas que captavam a água do Rio Tamanduateí, o qual passava dentro da propriedade da empresa (BRAZIL MAGAZINE, 1907, p. 42).

A energia elétrica utilizada na fábrica para iluminação da propriedade era fornecida por dois dínamos de 120 e 160 volts e corrente de 96 e 87 amperes, respectivamente. Para a produção, existiam três motores a vapor e dois dínamos de 110 volts e corrente de 100 amperes. Esses equipamentos eram dos fabricantes: *Sulze Frères*, *Winterthur* e *Suissa*, cuja potência chegava a: 80HP, 160HP e 300HP, respectivamente. Nesse sentido, o motor de maior potência era do sistema *Compound* e contava com dois cilindros a vapor (BRAZIL MAGAZINE, 1907, p. 42).

Dentre as matérias-primas utilizadas pela Companhia Antarctica, cabe destacar que, como não eram cultivados no país, a cevada e o lúpulo tinham de ser importados da Alemanha. Por outro lado, a empresa conseguia produzir o fermento utilizado no preparo da cerveja no laboratório da própria fábrica. Adicionalmente, em busca de maior pureza, a água destinada ao preparo da cerveja e do gelo era extraída de três poços artesianos, os quais atingiam 100 metros de profundidade. Grande parcela da produção dessa cerveja abastecia São Paulo e o interior, sobretudo a cidade de Santos e Campinas (BRAZIL MAGAZINE, 1907, p. 42).

Paralelamente à consolidação da empresa no mercado, foram realizados novos investimentos para a produção de água mineral em 1909, além de outras bebidas não alcoólicas (FIGURA 4). Dois anos mais tarde, em 1911, foi construída uma nova unidade de produção na cidade paulista de Ribeirão Preto. Na década de 1920 a companhia já atingia a produção de cerca de 250 mil hectolitros de cerveja e empregava 1.300 funcionários (KÖB, 2000, p. 38).

Figura 4- Anúncio dos produtos da Companhia Antarctica Paulista

**Esta estrella é a
NOSSA marca.**

**Esta marca é a
SUA garantia.**

**A popularidade dos productos da ANTARCTICA
não vem da sua "réclame", — mas da sua
SUPERIORIDADE.**

Cervejas — Licôres — Vermouths — Cognacs — Xaropes
para refrescos — Bebidas sem alcool — Aguas mineraes
— Gelo — Acido carbonico, etc., etc.

**"GUARANA' CHAMPAGNE", tipo doce, o refrigerante da moda,
— contendo, DE FACTO, o legitimo guaraná do Amazonas, de
conhecidas virtudes therapeuticas.**

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA
CAIXA, 85 — S. PAULO

Representantes em todos os Estados do Brasil

Fonte: Jornal Correio Paulistano (1922).

Além da fabricação de bebidas, a Companhia Antarctica Paulista buscou constantemente a promoção da venda de seus produtos. Para tal, sua estratégia foi além das campanhas publicitárias e lançamento de novas variedades da cerveja e refrigerantes. Mais do que isso, a empresa investiu na construção de ambientes urbanos capazes de trazer a cultura do consumo da cerveja ao contexto dos locais de lazer e entretenimento. A partir dessa perspectiva, foram criados ambientes como: os teatros Polytheama e Bijou, o Cine Central, um cassino e o famoso Parque Antarctica (SOUSA, 2017, p. 75).

O Parque Antarctica foi construído pela companhia no fim do século XIX, contando com uma área de 300 mil metros quadrados. Inicialmente, foi criado para funcionários da própria companhia e estava localizado próximo à fábrica responsável pela fabricação de gelo. O parque possuía uma grande área de vegetação com bosques, parque infantil, choperia, quadras de futebol, de atletismo e até mesmo locais onde ocorriam as corridas de automóveis. Dessa maneira, além de promover entretenimento para seus frequentadores e contribuir com a

evolução da estrutura urbana de São Paulo, o principal objetivo do parque estava atrelado ao plano de marketing da Antarctica. Em outras palavras:

Um dos motivos da criação do Parque era tornar a cerveja uma bebida ainda mais popular, já que uma multidão o frequentava nos finais de semana e feriados. Para tanto, uma série de melhoramentos na região do Parque foi promovida pela Companhia, como iluminação nas vias e patrocínio na construção de linhas de bonde nas duas vias da Avenida Água Branca. Além disso, servia para campo de pouso dos primeiros aviões que arremeteram e decolaram em São Paulo. (SOUSA, 2017, p. 79).

Portanto, os investimentos realizados ³⁴ pela Companhia Antarctica se estenderam além dos limites da fábrica, onde suas bebidas eram produzidas. Nesse sentido, a estratégia de crescimento adotada pela empresa foi capaz de romper as barreiras técnicas da fábrica buscando ligar o consumo da cerveja à memória afetiva de seus consumidores. Essas ações tiveram um papel importante na consolidação da incorporação da cerveja de baixa fermentação nos hábitos de consumo da população, contribuindo para o processo de solidificação da marca no mercado (SOUSA, 2017, p. 79).

Sob essa perspectiva, vale ressaltar que nesse período de expansão, o controle da companhia ainda pertencia à firma importadora Zerrenner, Bülow & Cia. No início da década de 1920, essa empresa detinha 75% do capital da Antarctica, representando ainda uma importante função sobre as decisões de direcionamento de recursos para investimento na empresa. Nesse contexto, no decorrer das primeiras décadas do século XX o domínio da Brahma e da Antarctica no mercado brasileiro tendeu a se tornar ainda mais forte, tanto por meio da abertura de subsidiárias, quanto por meio da compra de outras empresas. Essa característica de liderança se manteve em praticamente todo o século XX. Em 1970, por exemplo, a empresa chegou a possuir cinquenta fábricas em operação espalhadas pelo território nacional. Na década de 1980, a Antarctica e a Brahma ainda mantinham seu domínio no mercado nacional, concorrendo apenas com algumas cervejarias de médio porte. (KÖB, 2000, p. 38).

Ao observar a imponente estrutura da Companhia Antarctica Paulista o leitor pode imaginar como o financiamento se mostrou especialmente importante para a indústria de cerveja de baixa fermentação. Essa dependência era tão forte que não é exagero dizer que o êxito na conquista de recursos para o investimento na produção, determinava o sucesso ou

³⁴Além da construção de parques e locais que visavam promover o consumo de seus produtos, a empresa realizou importantes obras de fundo social. A partir da fundação formada por Helena Zerrenner, então esposa de Antonio Zerrenner, a empresa direcionou esforços para a construção de obras beneficentes, como hospitais e escolas (SOUSA, 2017, p. 79).

fracasso desse tipo de empreendimento. Justifica-se a relevância acesso às fontes financiamento pela característica intrínseca ao segmento cervejeiro de baixa fermentação: a alta parcela de custos fixos. Em outras palavras, a própria necessidade de aquisição de máquinas a vapor e de fazer gelo, disposição de armazéns refrigerados e da rede de comercialização, eliminava a viabilidade de atuação das pequenas empresas na fabricação desse tipo de bebida (KÖB, 2000, p. 39). A partir dessa perspectiva, o acesso aos recursos para investimento é uma questão particularmente interessante, torna se ainda mais em um contexto tão incipiente do desenvolvimento financeiro e industrial brasileiro, sob o qual é verificado o nascimento da Companhia Antartica Paulista.

5 COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA: CLASSIFICAÇÃO DE CONTAS DO BALANÇO E IDENTIFICAÇÃO DA ORIGEM DE RECURSOS PARA INVESTIMENTO

Para o estudo das origens das fontes de financiamento direcionadas a Companhia Antarctica Paulista, buscou-se a análise dos balanços patrimoniais da empresa. As demonstrações financeiras utilizadas no estudo foram publicadas pelo Diário Oficial do Estado de São Paulo entre os anos de 1892 e 1941. Posteriormente, os dados encontrados, referentes às contas do ativo e passivo da companhia para cada ano, foram transferidos e organizados em uma planilha.

De maneira especial, a análise da estrutura do passivo, permitiu rastrear a evolução do nível de participação das fontes de financiamento no provimento de recursos para a companhia ao longo do período. Desse modo, suas contas foram classificadas em seis grupos sendo: mercado de capitais (que inclui fundos provenientes de ações e debêntures); empréstimos bancários; títulos hipotecários; fornecedores; capital próprio e outras fontes não especificadas. Nesse último grupo se reuniram as contas que não puderam ser alocadas em nenhuma das categorias anteriores. A partir da divisão do valor referente a cada conjunto de contas pelo passivo total, foi possível calcular a participação proporcional de cada fonte de recurso nos fundos disponíveis para a empresa. Para possibilitar ao leitor maior clareza sobre a classificação dos itens do passivo, serão descritas a seguir, as contas que foram alocadas em cada um desses grupos.

No primeiro grupo, que reúne dados referentes aos recursos derivados do mercado de capitais, foram agrupadas as seguintes contas do balanço: Capital (ações); Emissão de Debêntures; Debêntures em Circulação; Juros de Debêntures; Debêntures Sorteadas a Pagar e Obrigacionistas (juros sobre debêntures no período). Posteriormente, como comentado, para calcular a participação relativa (em percentual) dessa fonte de recursos no ativo da empresa, o valor obtido pela soma das contas foi dividido pelo passivo total da companhia e multiplicado por 100. De maneira análoga, cabe enfatizar que o mesmo cálculo foi utilizado para a obtenção da participação relativa das demais fontes de recursos no financiamento total da Companhia Antarctica.

O grupo “Bancos”, que reuniu os recursos provenientes de empréstimos bancários de curto prazo, incluiu as contas³⁵: Obrigações a Pagar; Caixa Econômica Federal de São Paulo, The National City Bank of New York; Bancos (débitos nos diversos bancos na praça); Amortização de Empréstimos; Amortização; Títulos a Pagar; Títulos em Caução; Títulos Descontados; Letras a Pagar e Banca Francesa e Italiana (conta especial).

Os empréstimos hipotecários, sendo uma modalidade de financiamento considerada de maior prazo se comparado aos empréstimos bancários no período de análise, foram reunidos no grupo “Títulos de Longo Prazo (hipotecas)”. Nesse grupo foi adicionada apenas uma conta identificada nos balanços da série: “Dívida Hipotecária”. A partir dessa perspectiva, é oportuno ressaltar que nessa categoria não foram incluídas as debêntures garantidas por meio de hipotecas emitidas pela empresa, as quais foram naturalmente classificadas no grupo: “Mercado de Capitais (ações e debêntures)”.

No grupo “Fornecedores” foram incluídos as seguintes contas identificadas no balanço da companhia: Vasilhames em Consignação; Mercadorias em Consignação; Credores Diversos; Títulos e Barris em Consignação e Contas Correntes (diversos credores na data).

Por último, o grupo “Capital Próprio” reuniu as provisões para variação do câmbio e fundos de reserva. Adicionalmente, foram incluídas as seguintes contas: Lucros e Perdas; Lucros Suspensos; Depositantes; Credores por Saque; Caução da Diretoria; Dividendos a Pagar; Porcentagem do Diretor Presidente e Gratificação ao Pessoal a Pagar.

Os valores do ativo total da Companhia Antártica Paulista foram obtidos originalmente, a preços correntes. Portanto, para que análise não sofresse distorções que pudessem superestimar o aumento de ativos da companhia foi necessário deflacionar a série de dados. Para estabelecer os valores do ativo a níveis de 1913, escolhido como o ano-base, foram utilizados os seguintes índices de preço: de 1891 a 1913: (CATÃO, 1992, p. 530) e de 1913 a 1930 (MALAN, 1977, p. 516).

Para complementar o estudo da evolução da estrutura patrimonial da empresa foram calculados indicadores de endividamento e rentabilidade. A análise da composição do ativo ao longo do período foi calculada a partir da observação da variação da proporção entre o capital próprio e o capital de terceiros na soma de bens e direitos da companhia. Adicionalmente, os

³⁵ No decorrer da série, alguns empréstimos bancários apareceram em seus respectivos balanços separados por instituição financeira, em outros anos foram agrupados em uma conta genérica. Não obstante, ao final da classificação todos os empréstimos foram agrupados em uma única categoria, não afetando o resultado do cálculo da participação relativa dessa modalidade de financiamento.

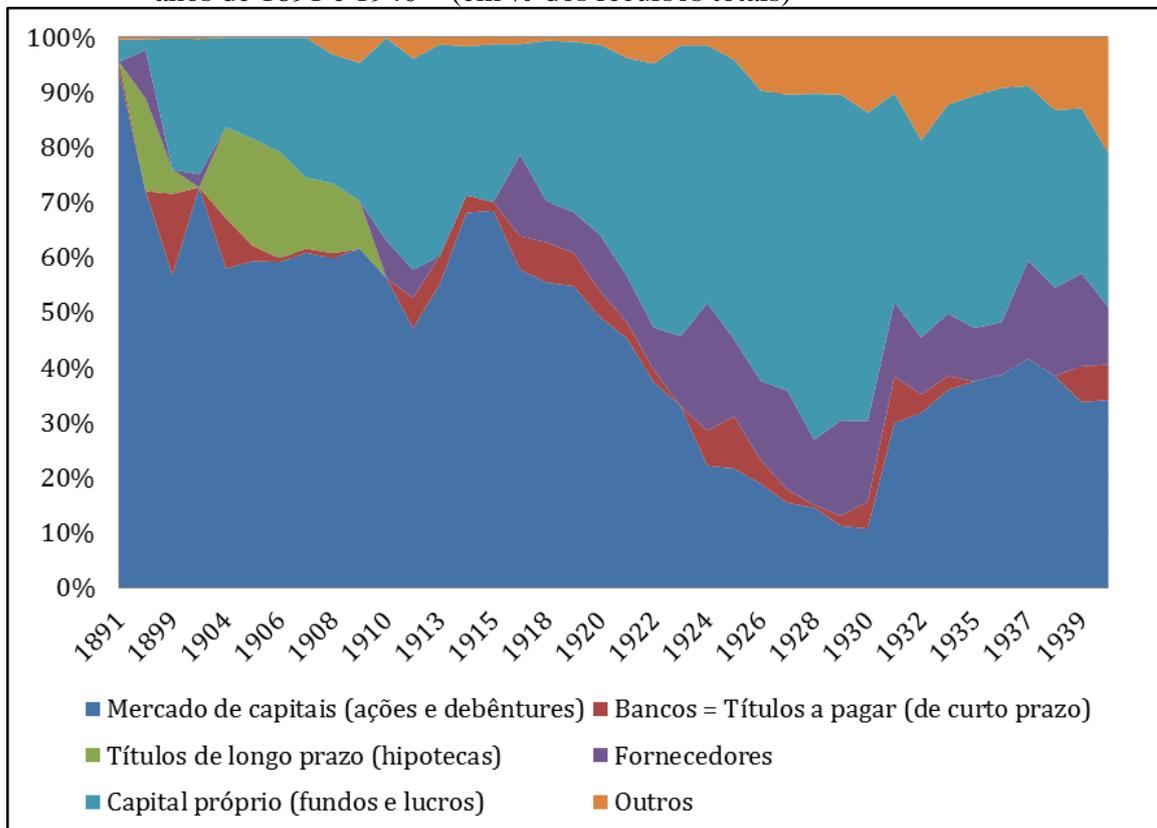
quocientes de rentabilidade do ativo e do patrimônio líquido foram obtidos, respectivamente, pela divisão do lucro e patrimônio líquido pelo ativo total da empresa.

5.1 COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA: FINANCIAMENTO E EXPANSÃO ENTRE 1891 E 1940

A partir da análise do passivo da Companhia foi observado que seus recursos se originaram a partir de diferentes fontes. No entanto, o nível de participação entre elas variavam de maneira considerável ao longo dos anos.

A análise proposta por esse trabalho parte de 1891, onde no mês de fevereiro, após a consolidação do processo de abertura de capital, foi empossada a diretoria do Conselho Fiscal. Ao Conselho Fiscal coube grande parte das decisões financeiras da Antarctica e da firma Joaquim de Salles & Comp. (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1892, p. 2096). Nesse período inicial de operação, os recursos provenientes de ações e debêntures perfaziam quase a totalidade dos fundos da empresa, correspondendo a 93,8% de seu capital no ano de 1891, como pode ser observado no Gráfico 1.

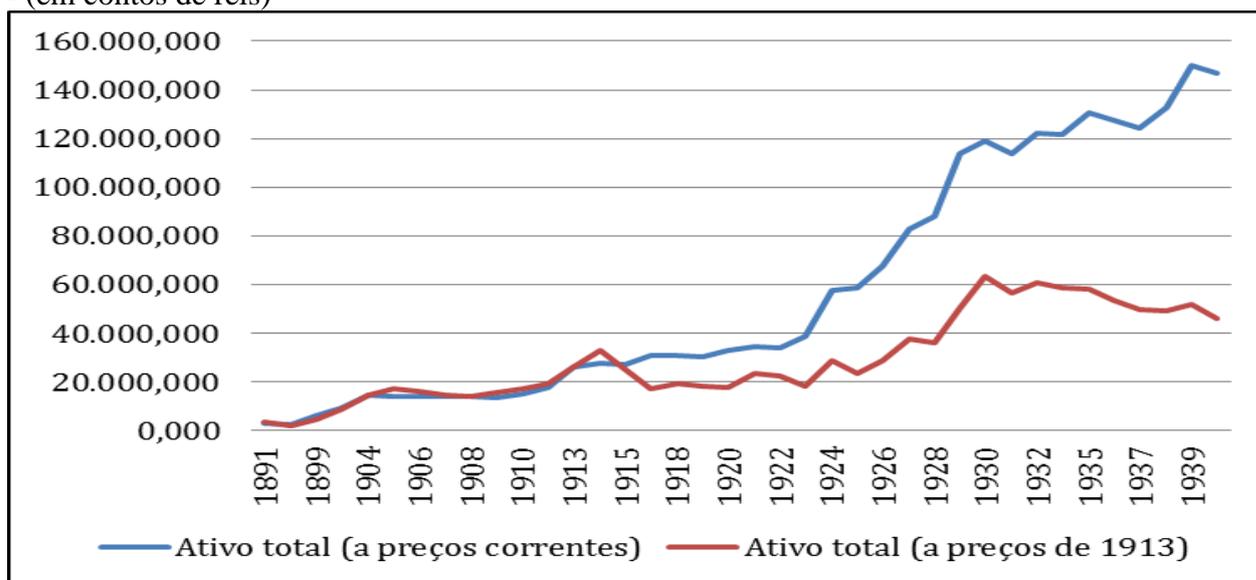
Gráfico 1 - Origem das fontes de financiamento da Companhia Antarctica Paulista entre os anos de 1891 e 1940 – (em % dos recursos totais)



Fonte: Elaboração própria com base nos balanços patrimoniais da empresa publicados no período.

A partir dessa perspectiva, observa-se a composição inicial do ativo da Companhia Antarctica Paulista (Gráfico 2), que inclui a aquisição da fábrica da Antarctica juntamente com terreno da Água Branca e da chácara Germânica na Rua São João por Rs. 884:649\$000. Além desses ativos, integrava o patrimônio da empresa: máquinas para o preparo de gelo e da cerveja e a incorporação da Companhia Industrial de São Bernardo. As melhorias e aquisições da Companhia nesse ano já totalizavam cerca de Rs. 1.239:649\$000 a pagar. Diante desse cenário, a diretoria optou por fazer novas chamadas de capital. A captação de recursos adicionais se destinava aos pagamentos e dívidas da firma de Joaquim Salles & Comp. e novas construções, indispensáveis ao desenvolvimento da cervejaria (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1892, p. 2096).

Gráfico 2 - Evolução do ativo da Companhia Antarctica Paulista entre os anos de 1891 e 1940 - (em contos de réis)



Fonte: Elaboração própria com base nos balanços patrimoniais da empresa publicados no período .

Embora o aporte de capital, até então obtido pela Antarctica por meio da venda de ações, tenha possibilitado melhorias na fábrica, esses recursos não eram o bastante para satisfazer o nível de investimento necessário para atender o crescente mercado de cerveja de baixa fermentação. Nesse sentido, o processo de ampliação da capacidade produtiva e a compra de novos equipamentos³⁶ demandavam uma nova chamada de capital aos acionistas.

³⁶ Dentre os novos equipamentos importados da Alemanha que chegaram as fábricas no ano de 1891 podem ser citados: uma máquina de fazer gelo capaz de produzir 21 toneladas por dia, 2 caldeiras geradoras de vapor de 70 HP, resfriadores e destiladores de gás e amoníaco, bombas para água ;máquinas e grande número de tonéis e tinas para fermentação com capacidade de cerca de 3.000 litros de cerveja (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1902, p. 580)

Entretanto, ao considerar o contexto econômico adverso gerado pelos primeiros sinais da Crise do Encilhamento, a diretoria optou pela busca de outras fontes de financiamento para a companhia, decisão que pouparia os acionistas de mais um “sacrifício financeiro”. O plano alternativo para a busca de recursos foi apresentado no relatório publicado em 1892: seria o empréstimo hipotecário, a ser contraído em condições convenientes à empresa (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1892, p. 2096).

Além das questões relativas à necessidade de recursos para expansão, os primeiros anos da Companhia Antarctica foram marcados por outros fatores técnicos que dificultavam ou até mesmo impossibilitavam o aumento da produção. No relatório financeiro publicado em 1892, por exemplo, a diretoria comentou que a capacidade máxima de produção de cerveja, de apenas 6.000 litros diários, além de não ser suficiente para suprir a demanda do mercado, por vezes sequer era atingida. Uma das dificuldades enfrentadas pela companhia para a manutenção de sua capacidade máxima de produção era a falta de garrafas para a embalagem da cerveja (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1892, p. 2096).

Aliás, a aquisição dos recipientes para a comercialização da bebida era um problema recorrente na fase inicial das cervejarias industriais. Essa dificuldade era gerada pela limitada produção de garrafas no país, fator que resultava na necessidade de importação e consequente elevação dos custos da produção das bebidas. A preocupação das grandes empresas com a falta de garrafas no mercado brasileiro era tão presente que as cervejarias buscavam minimizar a escassez do produto por meio do incentivo para o surgimento de fábricas de vidro. Esse estímulo ocorria tanto pela compra dos recipientes quanto pela própria participação das cervejarias no capital desses fornecedores (MARQUES, 2014, p. 39).

Esse foi o caso da Brahma, de propriedade de George Maschke & Cia. e da Companhia Antarctica Paulista, na qual nos balanços a partir de 1913, pôde ser identificada a presença de ações da empresa Vidraria Santa Marina ³⁷ no valor de Rs. 225:000\$000 (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1892, p. 2096). De maneira especial, vale enfatizar que a participação da Antarctica na provisão de recursos para a empresa foi além da aquisição de ações, visto que a companhia também chegou a ser credora hipotecária da vidraria (DEAN, 1976, p. 109).

Outra dificuldade enfrentada pelas cervejarias e pela própria indústria brasileira na última década do século XIX se relacionava à insuficiência de carvão. Sua escassez

³⁷ De acordo com Marques (2014, p. 39) a Companhia Santa Marina foi criada em 1892 por Antônio da Silva Prado e Elias Fausto Pacheco Jordão, os quais também estavam ligados à atividades comerciais do café em São Paulo.

implicava na falta de energia para a produção e inviabilizava a operação da máquina produtora de gelo, também indispensável à fabricação da cerveja. Nesse sentido, tanto a falta de carvão quanto a escassez de garrafas para a comercialização da bebida contribuíram para a redução nos níveis de vendas da companhia, os quais no ano de 1891 não ultrapassaram a média 2.000 litros diários (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1892, p. 2096).

Em 1894, como pode ser observado no Gráfico 2, verificou-se uma notável redução no ativo da Cia Antarctica o qual partiu de Rs. 3.906:924\$000 em 1891 (a preços de 1913) para Rs. 1.994:975\$000 três anos mais tarde. Essa queda pode ser explicada (como comentado na seção 3.2) por dificuldades financeiras decorrentes da Crise do Encilhamento e a consequente desvalorização do mil-réis no ano de 1893. A desvalorização da moeda nacional resultou no encarecimento das dívidas da empresa, em grande parte derivada da importação de maquinários. Por conseguinte, o ambiente favorável aos negócios que cercara o contexto de formação da Antarctica anos antes, esvaiu-se. No contexto externo, a descoberta de fraudes, inflação e a incerteza sobre o futuro dos investimentos já tomava conta do mercado brasileiro e muitas empresas criadas no período do Encilhamento desapareceram (CANO, 1975, p. 123; LEVY, 1977, p. 170). Nesse sentido, considerando-se as consequências da desvalorização cambial sobre as dívidas e a queda no ativo da companhia é possível afirmar que a Antarctica, embora tenha resistido, não ficou imune aos efeitos dessa fase turbulenta.

A partir de um contexto econômico desfavorável, no relatório financeiro da Companhia Antarctica publicado em 10 de fevereiro de 1895, a diretoria relatou as dificuldades decorrentes da limitada oferta de financiamento para a realização investimentos comerciais necessários à cervejaria (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1895, p. 12.733). O apontamento registrado no documento é compreensível. A instabilidade econômica e deflação entre os anos de 1900 e 1905 provocaram falências e retração da oferta de crédito. Nesse contexto adverso, até mesmo os maiores bancos brasileiros, como o Banco da República, faliram (TRINER, 1991, p. 439).

Paralelamente às dificuldades relacionadas à redução na oferta de financiamento, no ano de 1895 a diretoria se queixava dos altos juros decorrentes dos pagamentos de um empréstimo hipotecário no valor de Rs. 398:892\$750. Nesse sentido, as despesas financeiras consumiam uma parcela significativa da receita da companhia. Nas demonstrações de lucros e perdas referentes ao ano de 1894 observou-se que os juros e descontos somavam cerca de Rs.51:839\$080. Além do pagamento de juros, parte da receita da companhia foi direcionada para despesas com reparos em máquinas e desvios de estradas de ferro, indispensáveis à

manutenção e ao escoamento da produção. (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1895, p. 12.733).

No ano de 1904, o Gráfico 1 evidenciou a queda no nível de participação de ações e debêntures na origem do financiamento da Companhia Antarctica, o qual passou de 93,8% em 1891 para 72,1%. Não obstante, essa redução foi apenas relativa visto que ainda no mesmo ano de 1904 o capital social da companhia foi elevado a Rs. 8.500:000\$000. Nesse sentido, o declínio na participação de ações e debêntures dentre o total de financiamento da empresa deveu-se a obtenção de recursos por meio de um empréstimo hipotecário no valor de 3.000.000 marcos alemães. Esses fundos tiveram como destino a aquisição da cervejaria Bavária de Henrique Stupakoff, a principal concorrente da Antarctica em São Paulo. De maneira paralela, no relatório financeiro da empresa é possível observar os detalhes dessa transação, como é evidenciado a seguir: “[...] adquirimos móveis, acessórios e semoventes por 1.700:000\$000 sendo o pagamento feito por letras de nosso aceite do valor de 500:000\$000 e 1.200:000\$000 em 6.000 ações integralizadas dessa companhia no valor de 200\$000 cada uma” (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1905, p. 12.733).

Além desses itens, o relatório apontou a compra de terrenos e máquinas por 2.000:000\$000 pagos à vista e a compra de matérias-primas e estoques da empresa de Henrique Stupakoff & Cia. por 550:000\$000. Por fim, o valor da aquisição da Bavária incluindo despesas adicionais de impostos totalizou 4.478:757\$000 (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1905, p. 12.733). Em decorrência dessa negociação, no Gráfico 2, pode ser verificada a elevação do ativo da empresa no mesmo ano que chega a Rs. 14.793:422\$000 (a preços de 1913).

Em 1905, no ano seguinte à compra da cervejaria de Henrique Stupakoff & Cia, foram realizadas diversas melhorias na nova fábrica da Mooca, dentre elas estava a construção de adegas, uma nova chaminé, casas para os empregados e poços artesianos. Essas obras permitiram à Antarctica concentrar sua produção em um único local, proporcionando a redução de despesas no processo produtivo. No mesmo período a antiga fábrica da Água Branca foi desativada, não obstante, a empresa optou por mantê-la no em seu ativo para atender eventuais elevações de demanda (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1906, p. 12.733).

Como comentado anteriormente, os investimentos da Cia. Antarctica não se restringiram à produção das bebidas. Além da importação de novos maquinários e ampliação da unidade fabril, observou-se no relatório financeiro da empresa a construção de um pequeno

jardim anexo à fábrica. No documento o objetivo da criação desse espaço era claro: a publicidade e a venda da cerveja. A ideia central seria atribuir o hábito do consumo das bebidas aos ambientes de lazer e cultura³⁸. Com o mesmo intuito foram realizadas melhorias no Theatro Polytheama e no Parque da Água Branca (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1906, p. 12.733).

Em 1907, dois anos após a compra da Bavaria, a potência das máquinas na Antarctica já totalizava cerca de 600 cavalos, além de empregar 362 pessoas (KÖB, 200, p. 38). A nova seção da empresa na Mooca produzia cerca de 2.500.000 litros de cerveja por ano e a capacidade das máquinas de fazer gelo atingia 15.000 quilos diários (BRAZIL MAGAZINE, 1907, p. 35). Não obstante ao crescimento da produção, entre 1906 e 1907 pode ser observada uma pequena queda no ativo da companhia, o qual a passou de cerca de Rs. 14.364:270\$000 para Rs. 13.967:112\$000 respectivamente (ver Gráfico 2). Embora no último ano possa ser verificada a compra de terrenos anexos à fábrica no Ypiranga e na Mooca esse aumento não superou a venda de alguns bens e imóveis. Nesse sentido a redução do ativo evidenciou o posicionamento de maior prudência por parte da diretoria (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1907, p. 988).

Outro ponto interessante a se destacar a partir da observação dos relatórios da Companhia Antarctica foi a recorrência de reclamações da diretoria em relação dos aumentos do Imposto de Consumo. Uma breve abordagem dessa questão se justifica nesse ponto do texto pela relevância com a qual essa forma de tributação afetou o desempenho da companhia. Em especial, a alta tributação se tornava ainda mais incômoda em momentos de guerra e crise econômica, nos quais os níveis receita das cervejarias já estavam fragilizados em função da elevação dos custos das matérias-primas e queda na demanda pela bebida (MARQUES, 2014, p. 100).

Segundo Marques (2014, p. 100) o Imposto de Consumo foi instituído para as bebidas nacionais em 1896, atribuindo alíquotas diferenciadas entre cervejas de alta e baixa fermentação. Nesse sentido, cervejarias de baixa fermentação, como a Brahma e a Antarctica, eram as quais estavam mais sujeitas a tributação, com alíquotas cerca de 20% maiores em relação aos valores incidentes sobre as cervejas de alta fermentação. A representatividade desse tributo era tão grande que nas primeiras décadas do século XX os recursos derivados do

³⁸ Nesse sentido, a justificativa da diretoria para a construção do jardim e melhorias no Theatro Polythema reafirma a estratégia de promover o consumo da cerveja por meio de ambientes de entretenimento, enfatizadas por Sousa (2017, p. 79).

Imposto de Consumo assumiam gradativamente uma importante participação³⁹ na receita pública e no equilíbrio financeiro das contas do Estado. Dessa maneira, é válido enfatizar que:

Nesse período o conjunto das indústrias sujeitas a esse imposto passou de 14 para 44 categorias e as alíquotas foram reajustadas. Ao final dos anos 1920, as bebidas respondiam pela maior arrecadação do Imposto de Consumo e, dentro dessa modalidade fiscal, as cervejas ocupavam lugar de destaque (MARQUES, 2014, p. 100).

A alta frequência com que as queixas sobre os Imposto de Consumo se apresentaram nos relatórios financeiros da Companhia Antartica são, de certa maneira compreensíveis. A taxa sobre a cerveja significou uma barreira não apenas para o aumento de suas vendas em potencial como também para a ampliação das zonas de comercialização de suas bebidas no território brasileiro. Em 1907, por exemplo, os impostos referentes aos selos de consumo atingiram o montante de Rs. 495:935\$100, o que correspondia a 75 réis por litro de cerveja fabricada. A partir da mesma perspectiva, no relatório da diretoria publicado em 25 de março de 1934, foi possível identificar o argumento de que os tributos fiscais incidentes sobre as bebidas, principalmente a cerveja tornavam quase inviáveis os planos de expansão da empresa (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1934, p. 34). De maneira adicional, a empresa deveria arcar com taxas sobre importação e com os impostos interestaduais, fator que contribuía ainda mais para o encarecimento dos produtos e conseqüente constrangimento de seu potencial de expansão no mercado nacional. (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1908, p. 988).

De volta à questão do financiamento da companhia, no relatório financeiro referente ao ano de 1907, é interessante destacar o contexto vantajoso para amortização da dívida hipotecária. O valor desse empréstimo, fechado com o *Brasilianische Bank für Deutschland*, era cotado em marcos e os pagamentos das duas prestações semestrais realizadas nesse ano contaram com taxas de câmbio favoráveis. Aproveitando o bom momento, a empresa providenciou a reserva em moeda alemã para o pagamento da parcela seguinte, em junho de 1908. Essa sem dúvida foi uma estratégia conveniente para a Antartica, visto que ao considerar somente o ano de 1907, foi obtida uma diferença de câmbio no valor de 80:540\$775⁴⁰, contabilizada na conta “Lucros e Perdas” (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1908, p. 989). O oportuno cenário de câmbio valorizado se estendeu nos períodos seguintes e a Companhia Antartica, tendo capacidade financeira para tal, optou por saldar sua dívida antecipadamente. Dessa maneira, em 1910 foi pago ao *Brasilianische Bank*

³⁹ De acordo com Marques (2014, p.100), no ano de 1929, por exemplo, os recursos derivados do Imposto de Consumo sobre as bebidas corresponderam a 32,5% do total arrecadado nessa modalidade de tributação.

⁴⁰ Se comparada à taxa vigente no momento da contratação do empréstimo.

für Deutschland a quantia restante de 1.000 marcos (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1911, p. 1198). A partir da conclusão do pagamento desse empréstimo, foi contabilizada uma diferença de câmbio de 271:142\$000, adicionada à conta de lucros e perdas. A liquidação dessa dívida marcou o fim da participação do financiamento hipotecário como fonte de recursos para a companhia no período analisado.

Sob essa perspectiva, a partir da análise do Gráfico 1, é oportuno concluir que os empréstimos hipotecários tiveram considerável participação no provimento de recursos nos primeiros anos da Companhia Antartica Paulista. Essa modalidade de crédito chegou a representar 19,4% do total de fundos disponíveis para empresa nos anos de 1905 e 1906. Não obstante, as contas do passivo nos balanços observados não mostraram mais indícios de participação direta do crédito hipotecário ⁴¹para o financiamento da Antartica a partir de 1910. Ainda assim, é oportuno observar que no período no qual se apresentou, essa fonte de crédito revelou proporcionalmente maior participação no fornecimento de recursos se comparado àqueles fornecidos via empréstimos bancários.

No relatório financeiro publicado em 20 de março de 1909, a diretoria comunicou a intenção de produzir também em sua fábrica da Mooca uma seção de águas gasosas e bebidas sem álcool. Para tal, a Companhia Antartica iniciou o processo de importação de máquinas, além do planejamento e montagem da fábrica em anexo para a fabricação da nova linha de produtos (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1909, p. 927). Nos anos seguintes, a expansão da produção se mostrou de maneira mais intensa e o ativo da empresa apresentou uma elevação contínua entre 1908 e 1914 (sendo o maior aumento registrado no subperíodo entre 1911 e 1914). Dentre outras aquisições essa elevação resultou da compra de terrenos para a ampliação da produção e fabricação de gás carbônico na Mooca, além do início da construção de uma nova fábrica em Ribeirão Preto.

A partir dessa perspectiva, os anos que antecederam a Primeira Guerra Mundial marcaram um período de grande prosperidade para a Companhia Antartica, cercada por intenso ritmo de expansão e investimentos. Nesse sentido, como pode ser observado no Gráfico 2, o ativo da empresa (a preços de 1913) chegou a aproximadamente Rs.26.270:885\$000 em 1913 e Rs.33.0067:459\$000 em 1914. Mais especificamente, em 1913 as vendas da companhia cresceram mais do que o dobro dos volumes registrados em 1910. O

⁴¹ Vale ressaltar que os empréstimos hipotecários também foram utilizados pela companhia de maneira indireta. Nesse sentido, a emissão de debêntures pela Companhia Antartica em 1913 contava como colateral a fábrica da empresa na Mooca, entre outras propriedades na cidade (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1914, p. 1403). Essa observação converge com o estudo de Marcondes (2014, p. 757), que observou que alguns lançamentos de debentures, adicionalmente, eram garantidos por meio de hipotecas.

rápido aumento no nível de consumo das bebidas surpreendeu a diretoria da empresa e outras obras já iniciadas no ano anterior tiveram que ser aceleradas. Por outro lado, essa elevação reforçava a necessidade de adaptações extras na fábrica, além da compra de máquinas para suprir a necessidade do aumento da produção. (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1914, p. 1.395).

Nesse sentido, até 1914 a elevação no valor do ativo da Companhia Antarctica pode ser parcialmente explicada em função de melhorias nas fábricas como: a construção de edifícios para câmaras frigoríficas e bombas; casa de máquinas e caldeiras; além de um novo setor de engarrafamento. Contribuiu também para explicar o crescimento no valor do ativo da empresa a ampliação da fábrica em Ribeirão Preto e a importação de novas máquinas para essa filial. Além do setor de produção, foram realizados mais investimentos em espaços para a divulgação da bebida, sendo concluídas as obras terreno no Anhangabaú, onde passou a funcionar o Theatro Casino, e o avanço de obras nas ruas São João e Formosa, para a instalação do Bijou Cinema (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1914, p. 1395).

Partindo desse contexto virtuoso de crescimento e investimento surge, mais uma vez, a pergunta central desse trabalho: de onde vieram os recursos para tal expansão? A resposta para essa questão pode ser obtida por meio da análise do Gráfico 1. Nos três anos que antecederam a Primeira Guerra Mundial, constatou-se que grande parte do financiamento da companhia se derivou do mercado de capitais (ações e debêntures). Ao final desse subperíodo, em 1914, essa fonte de recursos alcançou 68,1% de participação no total dos fundos direcionados à companhia. Em segundo lugar, pode ser observado que a empresa utilizou seu capital próprio, que correspondeu a 27,1% do total de recursos disponíveis. Nesse sentido, pode-se perceber uma queda relativa em comparação ao o ano de 1913, no qual a participação dessa modalidade na provisão de fundos para a Companhia Antarctica representou 38,4%.

A redução da participação relativa dos fundos e lucros para o financiamento da empresa no ano de 1914 pode ser explicada pelo aumento da utilização do mercado de capitais para investimentos na companhia. Nesse sentido, por meio de assembleias extraordinárias realizadas nos dias 16 de janeiro e 12 de março de 1913 foi autorizada pelo Conselho a emissão de 30.000 debêntures⁴² pelo valor unitário nominal de Rs.200\$000, até o limite estabelecido de Rs. 6.000:000\$000 (US\$ 2 milhões). A intermediação das vendas desses títulos foi feita pelo Brasilianische Bank Für Deustchland. O prazo para resgate da dívida foi de 15 anos com juros anuais de 8%. A amortização do empréstimo seria realizada

⁴² A comercialização desses títulos seguiam as diretrizes estabelecidas no Decreto 177-A de 15 de setembro de 1893 (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1913, p. 1402).

uma vez ao ano no valor correspondente a Rs. 500:000\$000, sendo a primeira parcela paga em julho de 1916 (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1914, p. 1402).

O manifesto para a emissão pública de debêntures, publicado no Diário Oficial em 27 de março de 1913, informava os objetivos de investimento da Companhia Antartica a serem realizados por meio da venda desses títulos. Entre os projetos da empresa estavam o aumento da produção, expansão de fábricas em outros estados e a produção de garrafas de vidro e ácido carbônico. Nos planos da administração também pôde ser observada estratégias para contornar reflexos de situações adversas relacionadas à alta de preços e dificuldades para a obtenção da matéria prima para a fabricação de cerveja, que por sua vez dependia da importação do lúpulo e do malte. Nesse sentido, para reduzir os efeitos de choques externos, a empresa planejava reduzir a dependência de insumos estrangeiros ao direcionar uma parcela dos novos recursos para a fabricação do malte⁴³ e para o fomento de práticas de cultivo da cevada no país (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1913, p. 1403).

Tendo em vista a boa aceitação dos títulos da Companhia Antartica no mercado, é oportuno enfatizar que seus debenturistas contavam também com a garantia hipotecária⁴⁴ sobre empréstimo. Essas garantias abrangiam tanto o capital quanto os juros definidos nas diretrizes da operação. Por conseguinte, como colateral a empresa ofereceu suas propriedades na Mooca, as quais incluíam as fábricas de cerveja, bebidas sem álcool, ácido carbônico e oficinas de reparação. Adicionalmente, constavam no registro hipotecário as propriedades voltadas para a promoção do consumo das bebidas, como os teatros Polytheama, Bijou e outras propriedades localizadas nas ruas de São João, Formosa, e Anhangabaú. (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1914, p. 1403).

Nesse sentido, além das garantias hipotecárias sobre debêntures, o aumento da proteção dos acionistas e credores, estabelecida no estatuto das empresas, seria uma das razões pelas quais companhias como a Antartica, conseguiram obter grande aporte de recursos junto aos investidores (HANLEY, 2005, p. 117; MUSSACCHIO, 2009, p. 39).

Não obstante, como pode ser observado no Gráfico 1, após oscilações, a participação dessa modalidade de financiamento apresentou queda persistente a partir de 1915, no contexto da Primeira Guerra Mundial. Nesse ano, os recursos derivados de ações e debêntures que ainda representavam 68,5% do total, reduziram-se para 55,5% em 1918, último ano do

⁴³ Cevada germinada e tostada.

⁴⁴ De acordo com o Manifesto para Emissão Pública de Debêntures, publicada do Diário Oficial de São Paulo em 27 de março de 1913, a inscrição dos bens oferecidos como garantia foi realizada no Registro Geral de Hipotecas da capital de São Paulo sob n.65 em 19 de março de 1913 (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1913, p. 1402).

conflito. A partir dessa perspectiva, é oportuno observar que os anos de protagonismo desses títulos no financiamento da Antartica, convergem exatamente com o período de maior crescimento do mercado de capitais, identificados no estudo de Musacchio (2009) e Hanley (2001).

Ainda no contexto do início na Primeira Guerra Mundial, em 1914, a administração da Companhia Antartica alertava para a necessidade da adoção de um perfil mais conservador por parte das decisões da empresa em um cenário econômico de incerteza (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1914, p. 1403). Na prática, esse argumento justificou o início de uma fase de desaceleração do ritmo de investimento da companhia, em contraste ao elevado nível de expansão apresentado nos anos anteriores. Nesse sentido, como pode ser observado no Gráfico 2, seu ativo total⁴⁵ que era de Rs. 33.067:459\$000 em 1914 declinou para Rs. 25.252:696\$000 em 1915, chegando a Rs. 17.077:259\$000 em 1917. A posição de maior prudência assumida pela companhia é compreensível visto que no ano seguinte, após a eclosão do conflito, a empresa enfrentou a alta de preços de matérias-primas importadas como o malte, o lúpulo e o carvão, essenciais à produção. De acordo com o relatório financeiro da diretoria publicado em 1916, alguns insumos estrangeiros apresentaram aumento de até 70%. Paralelamente à elevação dos custos, a empresa enfrentou a queda da demanda derivada da crise econômica e do clima frio e chuvoso que predominou no segundo semestre de 1915 (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1916, p. 1365).

O cenário adverso de aumento de custos e queda no consumo de seus produtos resultou na redução do faturamento empresa no ano de 1915. Frente a essa situação a diretoria optou por manter a posição conservadora nos planos de investimentos da Antartica, direcionando seus recursos apenas para obras já em andamento, como o teatro da Rua São João⁴⁶ (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1916, p. 1365).

Além da restrição do nível de investimentos ao indispensável, a administração da Antartica percebeu que seria prudente reduzir o grau de imobilização de seu capital. Dessa maneira, na ata da Assembleia Geral Ordinária de 27 de março de 1917, segundo a proposta inicial do diretor Cezar Hoffmann, foi apresentada para discussão a autorização da venda de algumas propriedades⁴⁷ não utilizadas pela companhia. A justificativa para a comercialização desses bens era a de que além representar o “engessamento” de recursos, esses imóveis

⁴⁵ Valores do ativo a preço de 1913.

⁴⁶ Construído no local do antigo Polytheama, afetado por um incêndio em 27/12/1914.

⁴⁷ No rol de imóveis passíveis de serem negociados não estavam incluídos aqueles vinculados à garantia de debêntures emitidas em 1913.

geravam despesas desnecessárias, onerando a empresa em um período de dificuldades. A partir desse contexto, visando reduzir os recursos alocados em ativos de menor liquidez, as diretrizes finais para a venda de ativos foram estabelecidas pelo Sr. Antônio Zerrenner e aprovadas por unanimidade pelos acionistas da empresa (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1917, p. 1607).

Esse acordo definia inicialmente a autorização da venda do terreno e casa localizada na Rua Brotero. Não obstante, as decisões de venda das demais propriedades estariam sujeitas a deliberação em assembleias especiais (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1917, p. 1607). A partir dessa perspectiva, na ata da assembleia realizada em 28 de março de 1918 a diretoria solicitou ao acionistas a autorização para a venda de imóveis na região do Leme no Rio de Janeiro, em Botucatu no estado de São Paulo e algumas propriedades na Bahia (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1917, p. 1953).

Os anos de conflito da Primeira Guerra Mundial não foram fáceis para a Antárctica. Nesse período, além do aumento do preço das matérias-primas importadas para produção de cerveja, a empresa enfrentou a greve de seus funcionários e a elevação dos impostos de consumo, que atingiu o montante de Rs. 2.189:740\$740 em 1917 (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1918, p. 1953). No ano seguinte, uma epidemia de gripe espanhola chegou ao Brasil afetando grande parcela da força de trabalho da companhia. Esse episódio quase provocou a completa paralisação da produção de bebidas, além de ter refletido negativamente sobre o nível de venda dos produtos. Paralelamente, a Antárctica teve o aumento despesas com assistência médica, mantendo um hospital para o atendimento de seus funcionários durante todo o período da epidemia (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1919, p. 2100).

Embora tenha enfrentado grandes dificuldades, a companhia demonstrou solidez financeira e conseguiu cumprir com as obrigações dos empréstimos por debêntures emitidas em 1913. Entretanto, a partir da observação dos relatórios da companhia no período do conflito, pode-se observar que grande parte dos investimentos propostos a partir da emissão desses títulos não foram realizados ou tiveram que ser adiados em decorrência do ambiente desfavorável aos negócios. Ao final do ano de 1918 a empresa sinalizou melhora no seu desempenho financeiro apresentando o lucro líquido de Rs.1.738:624\$037. Esse resultado foi superior se àquele apresentado no ano de 1917, quando o lucro líquido foi de Rs.1.494:665\$352. Não obstante, considerando-se incerteza que ainda pairava no contexto

econômico a diretoria optou por restringir a distribuição de dividendos a Rs.6\$000 por ação em 1918 (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1919, p. 2100).

A partir da análise do Gráfico 2, pode ser observado que após apresentar notável queda no período da Primeira Guerra Mundial, o ativo da companhia voltou a mostrar recuperação na década de 1920. Em 1922 foram iniciadas novas obras para ampliação da produção nas fábricas da Mooca e Ribeirão Preto (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1923, p. 2144) Não obstante, em 1924, um evento externo causou danos materiais e econômicos para a companhia: a Revolução Tenentista na cidade de São Paulo. Nesse sentido, os prejuízos financeiros decorrentes dos danos materiais às instalações da Antarctica foram de aproximadamente 1.200 contos de réis. Soma-se a esse valor as dificuldades geradas pela paralisação das fábricas, desorganização da produção e principalmente dos escritórios da administração. Tendo em vista o tempo necessário para reorganização dos documentos financeiros após o conflito, a empresa não conseguiu emitir seu balanço semestral referente ao mês de julho. A ordenação das informações contábeis da companhia só pôde ser concluída no início do mês de outubro (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1924, p. 2045).

Após uma pequena queda em 1925, o Gráfico 2 indica que o ativo da companhia voltou a apresentar aumento no ano seguinte. Contudo, em 1926 a companhia ainda enfrentou algumas dificuldades para a produção e a distribuição de seus produtos. Dentre os problemas de infraestrutura estavam: o congestionamento do Porto de Santos e a escassez de meios de transporte para o escoamento de produtos nas estradas de ferro do Estado de São Paulo. Além disso, a Antarctica se deparou com falta de energia elétrica necessária para manter o ritmo de produção no interior das fábricas. Nesse sentido, a escassez de energia elétrica provocada o pelo período prolongado de estiagem, atingiu também grande parcela das indústrias paulistas afetando negativamente o volume médio de produção dessas fábricas (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1926, p. 2269).

Nos anos seguintes, pode se observar no Gráfico 2 um crescimento mais expressivo do ativo total⁴⁸ da Companhia Antarctica, que parte de Rs.28.906:136\$000 em 1926 para Rs. 37.595:192\$000 em 1927 (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1928, p. 2309). Esse aumento ocorreu em decorrência da compra da maioria das ações da cervejaria Polar em Belo Horizonte e da aquisição da fábrica da Polartica na Bahia. O processo de expansão da

⁴⁸ A preços de 1913.

empresa continuou em 1928, a partir da compra da cervejaria Pernambucana de Recife (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1929, p. 2933).

O objetivo dessas aquisições estava claro: ampliar o alcance dos produtos da empresa no território nacional. Por outro lado, é possível afirmar que todos os períodos de expansão incitam a mesma questão: De onde vieram recursos para tais investimentos? Essa resposta foi encontrada no relatório financeiro publicado em 15 de março de 1928, que destacou que o capital necessário teve como origem os fundos e lucros da própria companhia (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1928, p. 2309). O Gráfico 1 confirma essa nova configuração de suporte aos investimentos da Antarctica, visto que essa fonte de financiamento já correspondia a 53,9% dos recursos totais da companhia em 1927.

Inserida em um contexto favorável de aumento de vendas e investimento, ao final da década de 1920 a Companhia Antarctica estava pronta para a inauguração de sua nova unidade no Recife. Além disso, em 1929 a empresa já contava com fábricas em várias cidades do país como: Ribeirão Preto, Santos, Bauru, Rio de Janeiro, Belo Horizonte e Salvador. Embora o ano de 1929 tenha sido marcado pela quebra da bolsa de Nova York e queda na demanda pelos produtos, o relatório financeiro da companhia destacou o crescente desenvolvimento da empresa ao longo da década (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1930, p. 2933).

Além da notável expansão da companhia na década de 1920, torna-se interessante notar no Gráfico 1 uma mudança estrutural em relação as participação das diferentes fontes de financiamento para a Antarctica. Mais especificamente, é possível observar que o mercado de ações e títulos deixou de ser o protagonista no aporte de capital para a empresa e em 1922 os recursos próprios passaram a ser sua principal fonte de financiamento. Dessa maneira, no mesmo ano, o capital da própria companhia correspondeu a 48% dos fundos disponíveis, contra 37,3% do mercado de capitais, que passou para o segundo lugar. Paralelamente, o Gráfico 2 mostra que entre as décadas de 1920 e 1930 ocorreu o aumento do ativo da empresa, que atingiu o pico de 63.645,718 contos de réis em 1930. Por conseguinte, é possível concluir que esse crescimento passou a ser financiado predominantemente pelos lucros e fundos da própria companhia, que chegaram a representar mais de 50% da origem de seus recursos totais entre os anos de 1925 e 1930.

Em contrapartida, após apresentar queda desde 1915 o mercado de capitais alcançou o menor nível da série no ano de 1930, correspondendo a 10,7% do total de financiamento da companhia (ver Gráfico 1). No ano seguinte essa fonte de recursos mostrou recuperação,

aumentando para 29,9% seu nível de participação. Esse crescimento pode ser explicado pelo lançamento de um empréstimo em debêntures no valor de 20.000\$000 aprovado pelo conselho em 25 de agosto de 1931 (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1931, p. 2328).

No mesmo ano também se verificou a proposta da diretoria para a alienação de parte dos bens imóveis e sua reversão para a conta de Capital de Fundos Acumulados em Contas de Reserva, decisão que resultou na distribuição de ações beneficiárias aos acionistas da companhia. (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1931, p. 2328). Nesse cenário foi possível observar que após variações o mercado de capitais somente voltou a ter a maior participação relativa em 1937, representando 41,6% dos recursos totais. No entanto, em proporções bastante inferiores àquelas observadas entre as décadas de 1890 e 1900, as quais sua participação chegou a superar 90% do capital da companhia.

Ainda na década de 1930, por meio da análise do Gráfico 2, foi possível perceber uma interrupção no ritmo de crescimento do ativo⁴⁹ da Antartica que partiu de Rs.63.645:718\$000 em 1930 para Rs.56.626:929\$000 no ano seguinte. Esse ponto de inflexão pode ser entendido como uma das consequências do comportamento mais conservador por parte da administração ao perceber que o potencial de crescimento da demanda estaria comprometido em decorrência da crise financeira. Nesse sentido, o perfil mais cauteloso do planejamento da empresa se refletiu na decisão sobre a redução do nível de produção e expansão de fábricas da Antartica. Uma das justificativas para esse posicionamento foi verificada no relatório publicado em 1931, de maneira que: “A restrição espontânea de vendas levadas a efeito pela diretoria exerceu forte influência na receita geral, mas, por outro lado, garantiu o encerramento do exercício sem perdas sensíveis que se teria fatalmente verificado se fosse outro o critério adotado” (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1931, p. 2328).

Sobretudo, a partir da análise dos relatórios financeiros da Antartica, foi possível observar que a década de 1930 foi marcada por dificuldades para a companhia. A empresa enfrentava o aumento dos impostos de consumo, queda na demanda e problemas em relação ao desempenho de algumas de suas unidades. Somam-se a esse cenário, as fortes oscilações de câmbio no início da década que contribuíram para o encarecimento das matérias-primas importadas, comprometendo a fabricação das bebidas (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1932, p. 20).

⁴⁹ Considerando o ativo a preços de 1913.

O contexto econômico desfavorável afetou diretamente o desempenho das novas fábricas da companhia. Nesse sentido, considerando-se o prejuízo verificado nas unidades da Bahia e de Bauru a administração da empresa optou pelo fechamento das fábricas em 1933. Também com o objetivo prevenir a companhia de maiores perdas, as quais poderiam comprometer ainda mais seu resultado, a empresa cogitou venda de sua fábrica em Recife no exercício social de 1934. Paralelamente, a Companhia Antártica Carioca mostrava indícios de debilidade financeira, situação que poderia significar a necessidade de um processo de reestruturação de operações ou, até mesmo, sua liquidação (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1932, p. 20).

No ano de 1935 as dificuldades na filial de Recife permaneciam. De acordo com o relatório financeiro da Antártica, o fraco desempenho dessa unidade se derivava dos altos impostos estaduais, situação que se manteve mesmo após redução dos impostos de consumo propostas pelo governo do Estado. De maneira análoga, os problemas financeiros da Companhia Antártica Carioca persistiram, levando à empresa a optar pelo fechamento da fábrica para evitar maiores perdas decorrentes da continuidade de sua operação. Apesar da liquidação dessas unidades, algumas das novas fábricas da companhia resistiram ao contexto econômico desfavorável, as filiais de Santos e Ribeirão Preto, por exemplo, não apresentaram notáveis problemas no período (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1936, p. 34).

Por fim, torna-se importante destacar que embora a Crise de 1930 tenha marcado o fim de um vultoso ciclo de expansão para a empresa, a Antártica mostrava sinais de solidez financeira. Dessa maneira, ainda que algumas de suas novas filiais tenham apresentado prejuízos que culminaram em seu encerramento, no ano de 1933 a empresa já mostrava resultados melhores se comparado aos anos de 1931 e 1932, apresentando um lucro líquido de Rs. 2.006:828\$0009 (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1934, p. 34).

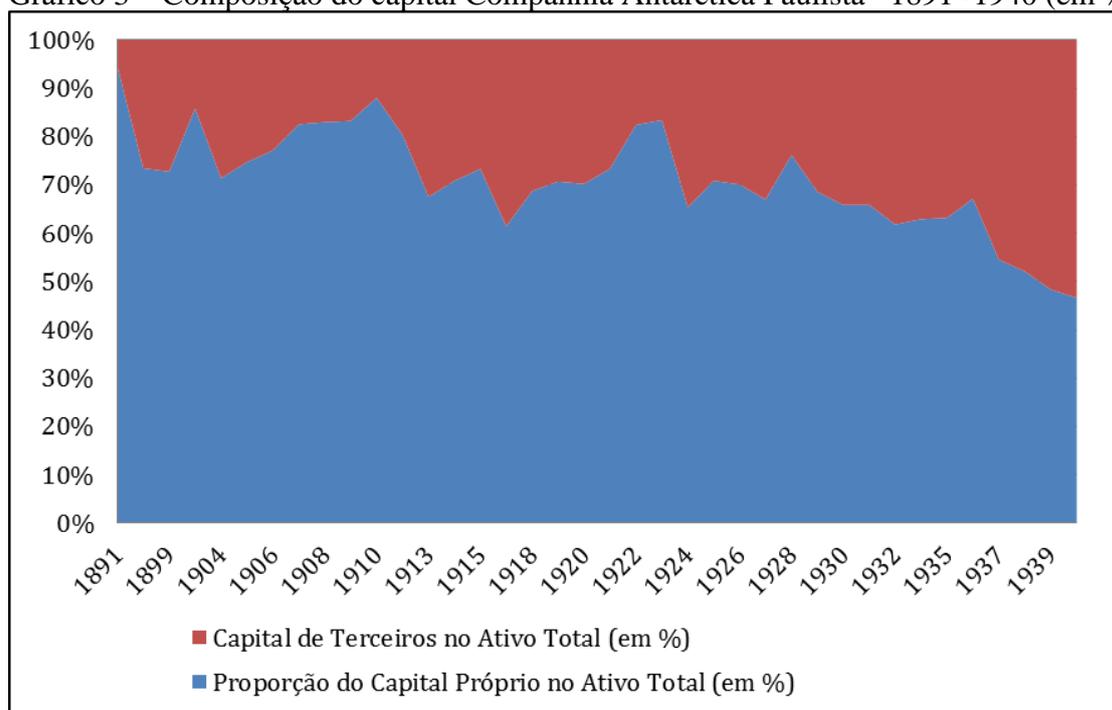
Voltando à questão do financiamento da Antártica, dentre os bancos que ofereceram empréstimos à companhia, apareceram em alguns balanços⁵⁰ o *The National City Bank of New-York* e a Caixa Econômica Federal de São Paulo. No entanto, o Gráfico 1 evidencia que os empréstimos bancários não apresentaram grande representatividade no financiamento da empresa no intervalo analisado. Com base nos dados do período, para quase toda a série, a proporção desse tipo de empréstimo se manteve bem abaixo dos 10%. O maior nível de participação foi observado em 1899, no qual essa modalidade chegou a representar 14,9% dos recursos da empresa. A crise da década de 1930 parece não ter contribuído de maneira

⁵⁰ O empréstimo do *The National City Bank of New-York* apareceu no balanço patrimonial de 1915 e a Caixa Econômica Federal de São Paulo nos anos de 1939 e 1940.

significativa para a queda da proporção dessa fonte de financiamento, a qual chegou a até a sofrer um aumento, partindo de 4,9% em 1930 para 8,5% em 1931. Entretanto, participação dos bancos chegou a 0% entre 1935 e 1938, voltando a subir para 6,5 e 6,4% nos anos de 1939 e 1940, respectivamente.

Essa constatação parece reforçar a observação de que os bancos adotaram um comportamento mais conservador em relação fornecimento de empréstimos de longo prazo à indústria nascente. Dessa maneira, estariam mais focados em empréstimos de curto prazo e financiamentos do complexo exportador cafeeiro em detrimento do setor industrial (MUSACCHIO, 2009, p. 62). Nesse ponto, o caso da Companhia Antarctica se assemelha à condição enfrentada pela cervejaria Brahma, onde os bancos alemães parecem não ter mostrado muito interesse no fornecimento de crédito para projetos industriais (MARQUES, 2005, p. 102-103).

Gráfico 3 – Composição do capital Companhia Antarctica Paulista –1891 -1940 (em %)



Fonte: Elaboração própria com base nos balanços patrimoniais da empresa publicados no período.

O quociente de imobilização do capital (Ativo Imobilizado/Patrimônio Líquido) retrata qual porcentagem dos recursos próprios estão alocados sob a forma de plantas e instalações, entre outros ativos de menor liquidez. Nesse sentido, a concentração de uma parcela exagerada de recursos no ativo imobilizado pode gerar problemas na capacidade da empresa em gerenciar suas relações entre fornecedores e clientes (IUDÍCIBUS, 2009, p. 188).

Dessa maneira, a partir do cálculo dos níveis de imobilização do capital, representados na Tabela 1, observou-se que a companhia apresentou grande parcela de seus recursos alocados no ativo permanente. No intervalo entre 1894 e 1914, primeiros anos de sua operação, o nível de recursos concentrados no ativo imobilizado apresentava valores que até mesmo ultrapassavam seu montante de capital próprio (superiores a 100%). No entanto, o grau de imobilização do capital apresentou contínua queda após 1914, chegando a 75,92% em 1922. Essa proporção voltou a aumentar nos dois anos seguintes e após oscilações atingiu 85,58% em 1940, último ano da série analisada. Sob essa perspectiva, a redução do grau de imobilização ocorreu, como comentado anteriormente, a partir de uma postura mais conservadora da companhia, com o objetivo reduzir a proporção de ativos de baixa liquidez frente ao cenário de incerteza trazido pela Primeira Guerra Mundial.

Tabela 1 - Quocientes Financeiros da Companhia Antarctica Paulista (1891- 1940) -
(em porcentagem)

(continua)

Ano	Imobilização do Capital	Quoc. Rentabilidade do PL	Quoc. Rentabilidade do Ativo
1891	47,80	0,00	0,00
1894	121,71	0,48	0,36
1899	79,24	6,61	4,81
1901	100,36	0,00	0,00
1904	123,02	1,23	0,88
1905	118,71	1,89	1,41
1906	116,23	4,42	3,41
1907	103,87	4,83	3,99
1908	101,65	6,30	5,23
1909	105,27	0,00	0,00
1910	101,03	5,52	4,86
1911	108,95	4,77	3,83
1913	142,44	2,47	1,67
1914	135,76	3,77	2,67
1915	132,54	4,02	2,95
1917	127,31	4,48	2,76
1918	113,04	4,39	3,02
1919	106,57	5,11	3,61
1920	96,90	5,26	3,69
1921	90,32	5,38	3,95
1922	75,93	4,94	4,07
1923	79,28	4,99	4,16
1924	96,69	4,55	2,98

Tabela 1 - Quocientes Financeiros da Companhia Antarctica Paulista (1891- 1940) -
(em porcentagem)

(conclusão)

Ano	Imobilização do Capital	Quoc. Rentabilidade do PL	Quoc. Rentabilidade do Ativo
1925	92,37	4,25	3,01
1926	87,30	4,96	3,48
1927	87,14	4,37	2,92
1928	82,73	4,48	3,42
1929	78,63	4,52	3,10
1930	79,60	4,66	3,07
1931	85,55	5,98	3,94
1932	82,70	6,75	4,18
1933	81,53	5,44	3,42
1935	75,49	6,39	4,04
1936	74,98	14,01	9,41
1937	71,07	8,47	4,62
1938	70,95	8,82	4,60
1939	69,18	10,48	5,07
1940	85,59	11,12	5,19

Fonte: Elaboração própria com base nos balanços patrimoniais da empresa publicados no período.

Em relação à composição da origem de seu patrimônio, foi notado que a Companhia Antarctica Paulista manteve grande participação de recursos próprios no ativo total. Conforme pode ser observado no Gráfico 3, essa parcela se sustentou acima de 60% em quase todo o período analisado, apresentando maior sinal de queda após 1936. Ao final da série, após 1938, a proporção de capital de terceiros ultrapassou a participação do capital próprio, ocupando 51,61% do ativo total.

Com base na análise do Tabela 1, foi observado que a rentabilidade da companhia não sofreu quedas significativas nos períodos da Primeira Guerra e da Crise de 1930. O quociente de rentabilidade do patrimônio líquido, que indica o poder de ganho dos proprietários, chegou até mesmo a aumentar nos anos do conflito, passando de 3,77% em 1914 para 4,39% em 1918. Naturalmente, o quociente de rentabilidade do ativo, que mede o poder de ganho da empresa, mostrou comportamento semelhante, partindo de 2,67% em 1914 para 3,02% ao fim da Guerra, em 1918.

Esses números sinalizam que a dificuldade que a indústria brasileira enfrentou para a importação de matérias-primas na Primeira Guerra Mundial, pode não ter afetado de maneira intensa o nível de lucratividade da companhia. Nesse sentido, uma hipótese para justificar o

comportamento relativamente estável dos níveis rendimento da empresa nesse período, foi encontrada no estudo de Warren Dean. Nele, o autor observou que a Companhia Antarctica Paulista possuía quase o monopólio da produção da cerveja em São Paulo. Dessa maneira, em um contexto de pressão da população, a qual se queixava do aumento do custo de vida, houve o pedido do consulado para o Secretário de Estado, para que ele não restringisse o acesso da Antarctica às matérias-primas necessárias. A justificativa para esse posicionamento era o temor de que o povo da cidade de São Paulo se voltasse contra os Estados Unidos no período do conflito (DEAN, 1971, p. 109).

Outra hipótese para justificar a manutenção dos níveis rendimento da empresa, principalmente no período da Crise de 1930, foi a sagacidade de sua administração frente aos momentos de retração econômica e queda na demanda. Nesse sentido, a agilidade de seus gestores para a tomada de decisão sobre a desaceleração de investimentos, fechamento de fábricas não lucrativas e a redução prévia da quantidade de cerveja produzida evitou perdas, contribuindo para preservar parte dos rendimentos da companhia.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No decorrer desse estudo buscou-se observar o nível de participação das principais fontes de recursos no financiamento da Companhia Antarctica Paulista. Dessa forma, os dados referentes aos balanços patrimoniais da empresa entre os anos de 1891 e 1940 foram organizados e analisados conforme a sua evolução. De maneira complementar, foram calculados alguns indicadores que permitiram traçar o perfil do financiamento da empresa e a evolução de seus níveis de rentabilidade.

Ao final do trabalho, foi possível concluir que a origem dos recursos que permitiram a expansão da companhia estava concentrada no mercado títulos e em fundos e lucros da própria empresa. Nesse sentido, observou-se que o mercado de capitais se apresentou como uma importante fonte de financiamento nos primeiros anos da Antarctica. Dessa maneira, com exceção de 1911, no período entre 1891 e 1920, as ações e títulos respondiam por pelo menos 50% da participação na origem de recursos da companhia. Essa situação só se inverteu na década de 1920, quando a Antarctica passou a se financiar majoritariamente pelos seus próprios fundos. O mercado de capitais só voltou a apresentar maior participação relativa em 1937, quando representou 41,6% dos recursos totais. Embora sua participação voltasse a crescer após 1937, dentro do período analisado, o financiamento por meio de ações e títulos não chegou a alcançar os níveis relativos que apresentou nas primeiras décadas de operação da companhia.

De outra maneira, os empréstimos bancários não tiveram uma presença expressiva no período analisado de modo que o nível de sua participação relativa no financiamento da companhia não ultrapassou 10% do total de recursos disponíveis. Em algumas demonstrações mais detalhadas, nas contas do balanço patrimonial da Antarctica, foi possível identificar recursos advindos do *The National City Bank of New-York* e da Caixa Econômica Federal de São Paulo nos anos de 1914 e 1939, respectivamente. Nesse sentido, um dos indicadores da baixa participação dos bancos no aporte de recursos para a empresa foi a grande proporção de capital próprio em seu patrimônio, o qual chegou a representar mais de 80% do seu ativo total.

Embora os empréstimos bancários não tenham apresentado grande participação no financiamento da companhia, não é possível negar que os bancos assumiram um papel de grande relevância para o provimento de recursos para a Antarctica. Ainda que indiretamente, no decorrer da pesquisa verificou-se a importante atuação do *Brasilianische Bank für*

Deutschland, que ocorreu tanto por meio dos empréstimos hipotecários, quanto na intermediação da emissão de debêntures em 1913. O papel desse banco se torna ainda mais relevante se for considerado que sua presença no provimento de recursos foi observada no período inicial de operação da companhia, ainda no processo de consolidação de seu crescimento no mercado nacional.

Sobretudo, a partir da análise das publicações contábeis da Companhia Antarctica Paulista, foi possível observar a relevância que o mercado de capitais representou nos primeiros anos da empresa. Essa forma de financiamento ofereceu o impulso inicial para os investimentos necessários à cervejaria em um período ainda incipiente do desenvolvimento industrial e financeiro de São Paulo. Dessa maneira, é possível afirmar que os fundos adquiridos no mercado de capitais permitiu lançar as bases para a geração de lucros que seriam revertidos para a expansão da própria companhia.

Torna-se oportuno ressaltar que a relevância assumida por esses títulos para o financiamento da Antarctica também se derivou do bom nível de aceitação dos papéis da companhia no mercado. De acordo com Musacchio (2009, p. 2), a obtenção do grande aporte de recursos obtidos no mercado de capitais para a indústria incipiente só foi possível porque os investidores brasileiros confiaram nesses títulos. Ou seja, além das proteções institucionais aos credores, alguns fatores podem ter contribuído para promover liquidez aos papéis da companhia como: a publicação periódica de relatórios financeiros, boa comunicação com credores e acionistas e as garantias hipotecárias oferecidas aos debenturistas. Adicionalmente, vale ressaltar a prévia reputação construída pela empresa, visto que em um contexto de crise a Antarctica cumpriu com suas obrigações e mostrou solidez financeira para os pagamentos referente ao empréstimo por debêntures de 1913. Por conseguinte, em 1937 as debêntures emitidas à subscrição pública em setembro de 1931 já estavam totalmente cobertas sendo que estavam em circulação 93.998 do total dos 100.000 títulos disponibilizados no mercado (COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA, 1938, p. 53).

Sob essa perspectiva, as evidências encontradas nesse trabalho parecem convergir com as conclusões dos estudos de Levy (1977) e Hanley (2001). Nesse sentido, a partir do arquivo de registro das sociedades anônimas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, Levy (1977, p. 173) observou que grande parte das empresas brasileiras fundadas entre os anos de 1890 e 1900 mantiveram sua presença no mercado de títulos por pelo menos 40 anos. De maneira complementar, Hanley (2001, p. 140) ao analisar o papel da Bolsa de Valores no financiamento de empresas paulistas entre 1886 e 1917, concluiu que o curto período de

expansão do mercado de capitais foi suficiente para a consolidação inicial e o crescimento de companhias, como a Antarctica, no mercado brasileiro.

Finalmente, foi possível observar que o caso da Antarctica reforça a conclusão de estudos que destacaram a relevância da Bolsa e de seu curto período de expansão para o financiamento inicial de empresas. De maneira específica, de companhias que por meio dessa fonte de financiamento, se firmaram no mercado e conseguiram se tornar suficientemente sólidas para superar sucessivos episódios de instabilidade na economia brasileira. Por conseguinte, ainda que a Bolsa não tenha obtido sucesso em se sustentar no decorrer dos anos, não seria exagero afirmar que ela apresentou uma contribuição significativa para desenvolvimento econômico de longo prazo por meio das empresas que conseguiu impulsionar (HANLEY, 2001, p. 140-141; LEVY, 1977, p. 173).

REFERÊNCIAS

ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. **Comparing financial systems**. MIT press, 2000.

BANDEIRA JÚNIOR, Antônio Francisco. **A indústria no estado de São Paulo em 1901**. São Paulo: Tipografia do Diário Oficial 1901.

BONIN, Hubert. The Case of the French Banks. *In*: CAMERON, Rondo; BOVYKIN, V. I. **International Banking 1870-1914**. Oxford University Press, 1991. p. 72-89.

BRASIL MAGAZINE: Revista brasileira mensal e ilustrada d'arte e actualidades, São Paulo, ano 2, n. 13, abr. 1907.

BRITO, J. R. de. **A economia brasileira no alvorecer do século XIX**. Salvador: Progresso, 1923.

BRUNO, Ernani da Silva. **História e tradições da cidade de São Paulo**. Rio de Janeiro: José Olympio, 1953. v. 2.

CANO, Wilson. **Raízes da concentração industrial em São Paulo**. 1975. 335 f. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) - Instituto de Filosofia e Ciências Humanas da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1975.

CATÃO, Luis A. V. A new wholesale price index for Brazil during the period 1870-1913. **Revista Brasileira de Economia**, v. 46, n. 4, 1992.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria a ser apresentado à Assembleia Geral Ordinária de 29 de março de 1906**. São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1906.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria a ser apresentado à Assembleia Geral Ordinária de 31 de março de 1908**. São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1908.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria a ser apresentado à Assembleia Geral Ordinária de 26 de março de 1909**. São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1909.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria a ser apresentado à Assembleia Geral Ordinária de 30 de março de 1911**. São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1911.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria a ser apresentado à Assembleia Geral Ordinária de 28 de março de 1914**. São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1914.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria a ser apresentado à Assembleia Geral Ordinária de 30 de março de 1916**. São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1916.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria a ser apresentado à Assembleia Geral Ordinária de 27 de março de 1917.** São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1917.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria a ser apresentado à Assembleia Geral Ordinária de 28 de março de 1918.** São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1918.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria a ser apresentado à Assembleia Geral Ordinária de 31 de março de 1919.** São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1919.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria a ser apresentado à Assembleia Geral Ordinária de 16 de março de 1931.** São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1931.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria.** São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1892.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria.** São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1895.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria.** São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1924.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria.** São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1923.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria.** São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1928.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria.** São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1929.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria.** São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1932.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria.** São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1934.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria.** São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1936.

COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA. **Relatório da Diretoria.** São Paulo: Tipografia do Diário Oficial, 1938.

CORTES, Gustavo S.; MARCONDES, Renato L.; DIAZ, Maria Dolores M. Mortgages for machinery: credit and industrial investment in pre-World War I Brazil. **Financial History Review**, v. 21, n. 2, p. 191-212, 2014.

DE MARCHI, Victorio. **De duas, uma**: a fusão na mesa. São Paulo: Bela letra Editora, 2018.

DEAN, Warren. **A industrialização de São Paulo**. São Paulo: Difel, 1971.

DELFIN NETO, Antonio. **O problema do café no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Editora UNESP, 2009.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross. **Financial structure and economic growth**: a cross-country comparison of banks, markets, and development. Cambridge: The MIT Press, 2001.

DIARIO OFICIAL DO ESTADO DE SÃO PAULO. São Paulo: Tipografia do Diario Oficial, 1892-1941.

FAUSTO, Boris. **História do Brasil**. São Paulo: Edusp, 2006.

FISHLOW, Albert Origens e consequências da substituição de importações no Brasil of Califórnia. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 2, n. 6, p.7, dez. 1972.

FOHLIN, Caroline. **Mobilizing money**: how the world's richest nations financed industrial growth. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

FONTES, Paulo. Mapeando o Patrimônio Industrial em São Paulo. **Patrimônio**: revista Eletrônica do IPHAN, 2006. Disponível em: <http://www.labjor.unicamp.br/patrimonio/materia.php?id=166>>. Acesso em: 8 nov. 2019.

GEHRIG, Thomas; FOHLIN, Caroline. Trading costs in early securities markets: the case of the Berlin Stock Exchange 1880–1910. **Review of Finance**, v. 10, n. 4, p. 587-612, 2006.

GERSCHENKRON, Alexander. **O atraso econômico em perspectiva histórica e outros ensaios**. Rio de Janeiro: Contraponto Editora, 2015.

HABER, Stephen *et al.* (ed.). **How Latin America fell behind**: essays on the economic histories of Brazil and Mexico, 1800-1914. Stanford: Stanford University Press, 1997.

HABER, Stephen. Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States, 1830–1930. **The Journal of Economic History**, v. 51, n. 3, p. 559-580, 1991.

HABER, Stephen. The Efficiency Consequences of Institutional Change: The Political Economy of Financial Market Regulation and Industrial Productivity Growth in Brazil, 1866-1934. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 28, n. 3, p. 379-420, 1998.

HANLEY, Anne G. **Native capital**: financial institutions and economic development in Sao Paulo, Brazil, 1850-1920. Stanford, Calif: Stanford University Press, 2005.

HANLEY, Anne. A Bolsa de Valores e o financiamento de empresas em São Paulo, 1886-1917. **História Econômica & História de Empresas**, v. 4, n. 2, p. 115-142, 2001.

ISHII, Kanji. Japan. *In*: CAMERON, Rondo; BOVYKIN, V. I. **International Banking 1870-1914**. Oxford University Press, 1991.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**: a análise de liquidez e do endividamento; a análise do giro: a análise da rentabilidade. São Paulo: Editora Atlas, 2009.

JORNAL CORREIO PAULISTANO, São Paulo, n. 21327, 1922.

JORNAL CORREIO PAULISTANO, São Paulo, n. 23589, 1929.

KÖB, Edgar. Como a cerveja se tornou bebida brasileira: a história da indústria da cerveja no Brasil desde o início até 1930. **Revista do Instituto Histórico e Geográfico Brasileiro**, Rio de Janeiro, v. 161, p. 29-58, 2000.

LA PORTA, Rafael *et al.* Legal Determinants of External Finance, **Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.

LEVINE, Ross; LOAYZA, Norman; BECK, Thorsten. Financial intermediation and growth: Causality and causes. **Journal of monetary Economics**, v. 46, n. 1, p. 31-77, 2000.

LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. Stock Markets, Banks and Economic Growth. **American Economic Review**, v. 88, p. 537-558, 1998.

LEVY, Maria Barbara. **História da bolsa de valores do Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro: Ibmecc, 1977.

MALAN, Pedro S.; BONELLI, Regis; ABREU, Marcelo de P.; PEREIRA, José Eduardo de C. **Política econômica externa e industrialização no Brasil: 1939-1952**. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1977.

MARCONDES, Renato Leite. Crédito privado antes da Grande Depressão do século XX: o mercado hipotecário. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 44, n. 4, p. 749-786, 2014.

MARCONDES, Renato Leite; HANLEY, Anne G. Bancos na transição republicana em São Paulo: o financiamento hipotecário (1888-1901). **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 40, n. 1, p. 103-131, 2010.

MARQUES, Teresa Cristina de Novaes. Bancos e desenvolvimento econômico: uma revisão das teses de Gerschenkron à luz da Cervejaria Brahma: 1888-1917. **História e Economia**, v. 1, n. 1, p. 87-119, 2005.

MARQUES, Teresa Cristina de Novaes. **A cerveja e a cidade do Rio de Janeiro**: de 1888 ao início dos anos 1930. Jundiaí: Paco Editorial, 2014.

MARSON, Michel Deliberali. Origens dos empresários da indústria de máquinas e equipamentos em São Paulo: 1870-1900. **Nova Economia**, v. 22, n. 3, p. 481-511, 2012.

MELLO, João Manuel Cardoso de. **O capitalismo tardio**: contribuição à revisão crítica da formação e do desenvolvimento da economia brasileira. 8. ed. São Paulo: Brasiliense, 1991.

MONTELEONE, Joana de Moraes. **Sabores urbanos: alimentação, sociabilidade e consumo** (São Paulo 1828-1910). 2008. Dissertação (Mestrado em História econômica) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

MUSACCHIO, Aldo. **Experiments in financial democracy: corporate governance and financial development in Brazil: 1882-1950**. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

NORTH, Douglass, C. **Institutions, institutional change and economic performance**. 1990.

PEDRO, Carina Marcondes Ferreira. **Casas importadoras de Santos e seus agentes: comércio e cultura material (1870-1900)**. 2010. Dissertação (Mestrado em História Social) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

PINTO, Alfredo Moreira. **A cidade de São Paulo em 1900**. São Paulo: Governo do Estado, 1979.

REVISTA A VIDA MODERNA-SP, São Paulo, n. 82, 1911.

REVISTA ILLUSTRACÃO DE SÃO PAULO, São Paulo, v. 5, n. 3, 1919.

ROUSSEAU, Peter L; WACHTEL, Paul. Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 30, n. 4, 1998.

SAES, Flavio; SZMRECSÁNY, Tamas. El papel de los bancos extranjeros en la industrialización inicial de Sao Paulo. *In*: MARICHAL, Carlos. **Las inversiones extranjeras en América Latina: 1850-1930: nuevos debates y problemas en historia económica comparada**. México: El Colegio de México, 1995. p. 230-243.

SILVA, Sergio. **Expansão cafeeira e origens da indústria no Brasil**. Editora Alfa-Omega, 1981.

SOUSA, Diógenes Rodrigues. **Cidade e Cerveja: Companhia Antarctica Paulista e Urbanização em São Paulo**. 2017. Dissertação (Mestrado em Urbanismo) - Centro de Ciências Exatas, Ambientais e de Tecnologia. Pontifícia Universidade Católica, Campinas, 2017.

STEIN, Stanley J. **Brazilian cotton manufacture: textile enterprise in a underdeveloped área: 1850-1950**. Cambridge Mass: Harvard University Press, 1957.

SUZIGAN, Wilson. **Indústria brasileira: origem e desenvolvimento**. São Paulo: Hucitec, 2000.

TRINER, Gail D. Banking, economic growth and industrialization: Brazil, 1906-30. **Revista Brasileira de Economia**, v. 50, n. 1, p. 135-154, 1996.

TRINER, GAIL, **Banking and Economic Development: Brazil 1889-1930**. New York: Palgrave, 2000.

VERSIANI, Flávio Rabelo; VERSIANI, Maria Teresa RO. A industrialização brasileira antes de 1930: uma contribuição. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 5, n. 1, p. 37-63, 1975.

VERSIANI, Maria Teresa. Proteção tarifária e crescimento industrial nos anos 1906/12: o caso da cerveja. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 2, p. 455-488, ago. 1982.

YOUNG, George F. W. Los bancos alemanes y la inversión directa alemana em América Latina, 1880-1930. *In*: MARICHAL, Carlos. **Las inversiones extranjeras en América Latina: 1850-1930: nuevos debates y problemas en historia económica comparada**. México: El Colegio de México, 1995. p. 96-124.

Apêndice A – Balanço Patrimonial da Cia. Antarctica Paulista, em contos de réis correntes, 1891-1940

	1891	1891	1894	1899	1901	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1913	1914	1915	1917	1918	1919
Ativo Circulante																			
Caixa	4,8560	4,856	0,9120	3,0480	75,9510	36,0000	36,200	8,1590	5,7470	3,1170	28,809	56,8740	87,9510	124,1740	236,4790	194,826	196,238	160,544	97,693
Bancos														540,7160	265,2510	64,114			
<i>Banco Comerciale Italo-Brasiliano</i>												32,064							
<i>Brasilianische Bank für Deutschland</i>							174,717	177,0660	128,4290	247,1190	302,759	30,5220	18,1230						
Banca Francesa & Italiana												40,3140	17,7860						
Contas Correntes (Débitos diversos)	183,3250	103,325		181,2220		125,7890	81,483	140,1780	621,6190	584,7330	226,627			192,2110	362,9780	196,566	1697,650	1.622,475	2.565,113
Contas a receber																12,737	15,130	15,189	15,801
Duplicatas a receber																			
Títulos a receber														78,3860	99,0950	200,991	136,346	70,642	60,592
Títulos descontados																			
Títulos em cobrança														21,8030	7,1040	19,187	716,224	788,026	556,245
Títulos caucionados																			
Letras a Receber						3,5300													
Acionistas (Entradas a realizar)	1421,9600	1421,960	4,4000	1253,0000									2035,3970						
Mercadorias	221,8230	221,823	245,2470	1177,1690	1250,3290	1502,3440	1.167,948	1027,8640	1127,9630	1282,8360	1032,159	1422,5380					3884,409	4.249,450	4.219,232
Mercadorias em viagem																			
Mercadorias em consignação					8,2800														
Materiaes																			
Produtos, matérias-primas e acessórios (unificado em 1939)																			
Contratos						109,5000	145,000	128,3680	103,9600	99,7960	81,300								
Contratos São Paulo												49,2140	29,7970	0,0010	0,0010	0,001	0,001	0,001	
Contratos Rio de Janeiro												64,3830	52,7220	33,0800	16,5090	15,104	12,643	6,613	3,643
Cauções diversas																		9,885	9,885
Garantias diversas															57,4110	57,411	12,105		
Seguros							8,405												
Contas diversas																			
Consignações																			
valores em garantias																			
Alugueis a receber																			
Imposto sobre vendas mercantis																			
Impostos de consumo (selos existentes)																			
Selos para vendas e consignações																			
Selos de vinhos compostos (a partir 1936)																			
Selos do imposto sobre móveis (a partir de 1936)																			
Selos diversos (1940)																			
Resgate obrigatório de sobra de ações																			
Regularizações do exercício																			
Companhia Antarctica carioca, c/ liquidação																			
Companhia Antarctica mineira, c/ liquidação																			
Depósitos para recursos fiscais																			
Contas de amortizações periódicas (a partir de 1935)																			
Depósitos para recursos fiscais																			

	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1935	1936	1937	1938	1939	1940	
Ativo Permanente																					
Conta de instalação, maquinários e acessórios (disp.a partir de 1935)															30.219,548	30.854,909	9.956,290	9.687,839	10.030,817	12.928,476	
Novas Máquinas e Utensílios																	483,905	366,228	250,083	603,879	
Barris, tubos e outros (1940)																				4.463,706	
Bens de raiz (valor de prédios e terrenos)(bens imóveis)																					
Bens Imóveis na Mooca	8.412,315	8.412,315	8.596,531	9.598,314	12.402,067	12.636,275	12.941,150	13.115,736	13616,215	14.244,311	14.313,226	14.867,731	14.875,262	15.059,541	14.906,075	14.931,147	15.279,111	16.610,127	19.446,417	20.536,916	
Propriedades em São Paulo	4.895,917	4.895,917		2.461,525	1.909,491	1.620,943	2.459,794	1.620,943	1639,382	2.358,976	2.359,196	2.360,715	2.375,803	2.382,269	2.396,142	2.396,142	2.405,978	2.405,978	1.698,468	1.623,768	
Filiais Antartica (unificado em 1939) - Bens imóveis																			8.987,672	8.777,079	
Propriedade em São Bernardo								858,154	848,034	858,094	821,564	821,564	821,564	846,837	846,837	846,837	846,837	846,837			
Propriedade em Santo Amaro														19,540							
Propriedades em Santos e São Vicente	308,000	308,000		308,000	352,000	539,474			3650,582	4.491,656	4.793,523	4.760,897	4.744,302	4.751,537	2.392,826	2.392,826	2.392,828	2.338,126			
Propriedades em Rio de Janeiro									635,443	834,827	884,564	1.239,566	1.239,566	1.239,566	2.629,473	3.291,756	2.244,018	2.244,016			
Propriedades na Bahia	147,364	147,364		148,474	157,995	161,459	164,109	164,109	1263,256	1.179,959	1.061,378	1.039,355	364,209	264,209	214,209	214,209	214,209	189,209			
Propriedade no Leme - Rio	57,000	57,000		57,000																	
Propriedade na Rua Riachuelo , Rio							399,617	401,049													
Propriedade em Caes do Porto- Rio				148,292	148,292	148,292	148,292	148,292													
Propriedade em Baurú				18,220	143,284	143,350	163,497	169,977	351,603	707,584	754,954	754,954	724,696	509,696	500,000	500,000	500,000	500,000			
Propriedade em Xiririca				1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500			
Propriedade em Belo Horizonte																1.564,326	1.564,326	1.564,326			
Propriedade em Una																	3,500	3,500			
Propriedade em Cruz Machado																		11,139	11,138		
Propriedade em Recife										656,390	913,920	925,552	917,145	922,105	305,895	308,790	308,790	308,790			
Propriedade em Guajuvira											2,810										
Propriedade em União Victória - Paraná																	91,688	91,688			
Terreno em Botucatu	15,500	15,500		15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500								
Propriedades diversas (conta unificada em 1922)			2.358,975																		
Polytheama																					
Cassino																					
Novas Obras- Teatro em Construção																					
Novas Obras e benfeitorias																		1.224,515	466,372	469,651	146,702
Obras e instalações em andamento no Rio de Janeiro (1936)																	4.845,078	5.738,946	6.158,391		
Fábrica em Ribeirão Preto	1.450,000	1.452,750	1.578,864	2.498,943	2.735,363	2.815,238	2.889,747	3.049,856	3804,673	4.262,060	4.444,660	4.504,140	4.547,184	4.503,864	2.439,012	2.439,012	2.470,676	2.470,676			
Filial Santos							1.185,314	1.909,302													
Bens móveis				8.889,901																	
Bens móveis na Mooca	5.974,533	6.462,142	7.497,362		13.542,393	14.199,497	14.624,760	18.253,804	20670,581	22.594,816	23.176,286	23.727,260	23.854,380	24.097,016							
Despesa de incorporação																					
Debentures em carteira																					
Inventário																					
Semoventes	87,705	116,232	148,612	183,53200	223,805	276,726	253,235	257,466	301,721	316,237	315,457	279,357	214,000	195,500	241,512	229,237	189,805	183,605	178,855	146,912	
Frações de Ações	2,800	2,800	2,800	2,80000	2,800																
Ações	1.146,944	1.151,970	1.151,843	1.159,90800	4.718,728	4.686,965	4.760,266	7.077,545	7191,981	7.360,290	7.249,029	7.353,552	6.307,407	6.295,282	2.807,089	1.710,629	1.734,310	1.778,028	1.640,574	1.602,355	
Direitos e ações						1.312,541	1.312,541	1.312,541	1312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,544	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	
Patrimônio a restaurar															1.107,043	1.107,043					
Ações da Companhia Vidraria Santa Marina																					
Valores (Em letras s/Londres)																					
Valores Cauccionados (Santos)									28,000	23,707	41,000	33,770	30,770	30,770	3,770						
Caução (1940)																					6.357,128
Ações caucionadas	30,000	30,000	50,000	50,00000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	40,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	60,000	60,000
Ativo Total	22.528,078	23.051,990	21.384,987	38.613,00700	36.403,218	38.607,760	41.369,322	48.405,774	55381,012	61.268,448	62.501,108	64.047,954	62.395,829	62.481,773	62.373,472	64.150,907	48.131,044	49.169,470	50.233,469	58.559,462	

	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1935	1936	1937	1938	1939	1940
Passivo Circulante																				
Letras a pagar																				
Salários	230,080	279,770	260,954	291,188	450,286						872,273	702,755								
Salários, comissões e contas a pagar (unificado em 1935)															1.008,834	891,585	1.007,884	1.362,946	1.495,709	2.005,474
Contas a pagar	160,124	93,054	109,933	173,600	256,461															
Contas Correntes (diversos credores nesta data)	3.315,668	2.722,815	2.523,423	4.703,588	13.062,041	8.268,175	9.763,735	14.923,330	10.406,408	16.844,545	17.478,038	15.372,596	12.689,844	13.752,999	9.702,607	10.724,639	19.704,295	18.772,793	22.345,077	12.999,834
Aluguéis a pagar				6.350	9.450															
Juros e descontos																				
Juros a pagar																				
Cauções diversas																				
Bancos (Débitos nos diversos bancos da praça)		96,725																		
Vasilhames em consignação		179,440	117,325	185,270	284,033															
Mercadorias em Consignação										2.831,337					2.984,970	1.354,836	2.486,667	2.551,216	2.963,030	2.390,250
Tubos e Barris em Consignações	92,175																			
Amortizações							1.184,800													
Passivo Não Circulante																				
Obrigações a pagar																				
Diversas Contas			107,100			2.060,120	5.345,499	7.840,973	7.147,190	5.203,913	5.825,000	8.425,314	7.494,794	4.642,332						
Dívida hipotecária																				
Saldo (saldo para o semestre seguinte) (1909)																				
Emissão de debêntures (debêntures)	3.500,000	3.000,000										2.082,042	6.814,480	11.860,862	16.757,276					
Debêntures em circulação															17.092,850	19.361,528	18.882,784	18.367,166	17.811,378	
Caixa Econômica Federal de São Paulo (1939)																			9.753,920	9.393,007
The National City Bank of New-York (1915)																				
Banca Francesa e Italiana c/ especial																				
Outros (campo exigível a longo prazo) (1940)																				6.556,779
Juros de Debentures																				
Obrigacionistas (Juros sobre debêntures no período)															325,384	347,908	375,952	366,656	356,644	345,852
Créditos Diferidos																			237,616	36,152
Comissões a pagar				44,152	95,169															
Debentures sorteadas - a pagar																				
Títulos a pagar	1.548,106	931,393	758,059		3.669,580	5.601,219	1.716,190	1.973,488	418,193	2.062,435	5.809,753	9.583,991	4.101,977	3.046,057						
Títulos em caução (Santos)									28	23,702	41,000	33,770	30,770	30,770	3,770					
Gratificações ao Pessoal - a pagar	115,250	145,296		38,250	314,414			800,000		1.000,000	126,762	92,279	77,270	63,070	950,000	531,473				
Consignação																				
Caução da diretoria	30,000	30,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	40,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	60,000	60,000
Acções a apagar																				
Acionistas (capital a restituir)															43,800	37,100				
Dividendos a pagar	772,571	778,439	773,844	785,252	1.548,915	795,543	786,315	788,889	785,619	787,983	785,775	7,911	5,557	1.279,865	3.195,681	13,328	3.204,440	5.062,840	3.847,680	3.846,644
Dividendos de outras Companhias						300,000	515,544													
Endossos										2.165,119	8.921,655	2.204,377	1.809,003	1.515,183	2.649,123	1.826,109	4.213,935	7.837,702		
Endossos para desconto															4.380,000	3.050,000	4.550,000	7.150,000	8.000,000	13.350,000
Endossos para caução (1938)																		52,600	6.305,339	6.357,128
Imposto de dividendos a pagar	39,206	38,250	112,837	41,437																
Impostos s/ bonus		49,725																		
Imposto de porcentagem		3,984	8,389	3,595																
Bonus por ação		828,750	1.021,534	6,055	1,159	1,085	638,585	767,125	1.021,843	1.023,145	2,395	1,218	1,218	0,910	0,910	0,910	0,910			
Contas garantidas por contrato									810,212	3.411,793	683,496	156,894	13.488,477	8.680,518	3.806,609	3.516,682	422,637	363,615	441,105	515,587
Garantias diversas					20,000									710,000	766,792		579,093	611,093	2.808,228	1.995,093
Porcentagem do diretor presidente (porcentagens)	38,250	79,687	160,650	68,850	168,300	84,150	196,350	214,200	249,900	249,900	91,800			172,125	318,750		318,750	382,500	459,000	573,750
Porcentagem creditada ao fabricante																				
Regularizações de exercício															1.219,127	1.607,406				
Valores diferidos (1937)																	146,121	161,217		

	1891	1894	1899	1901	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1913	1914	1915	1917	1918	1919
Patrimônio Líquido																		
Capital (das ações)	3000,0000	1710,0000	3500,0000	7000,0000	8500,0000	8.500,000	8500,0000	8500,0000	8500,0000	8500,000	8500,0000	8500,0000	8500,0000	12750,0000	12750,000	12750,0000	12.750,00000	12.750,000
Depreciação dos materiais		12,7100	137,6900	237,6810	426,6520	510,000	553,5680	673,0160	706,8720	778,929	927,1940	1059,9320						
Fundo de reserva (1940)		12,710				1.496,936												
Fundo para depreciação de material		12,710											1558,8420	1703,7950	1828,021	1993,6490	2.080,57900	2.119,465
Fundo de reserva, depreciação e liquidação			12,7100	1023,9300	1413,5880		1540,5040	1802,1020	1835,9580	2213,016	3131,2810	4250,0000	4250,0000	4315,7870	4690,013	1855,6410	4.942,57200	4.981,457
Fundo de depreciação (1940)																		
Fundo para Conservação de prédios e machinismos																		
Provisão para liquidação																		
Provisões em suspenso (1939)																		
Fundo de reserva especial																		
Fundo de reserva obrigatório																		
Fundo de amortização (1940)																		
Reserva especial																		
Fundo para Resgate de Debêntures e Pagamento de Juros																700,0000	680,00000	660,280
Fundo de Acidentes de trabalho																		
Fundo para restaurações																		
Fundo de provisão																		
Fundo de beneficiência																		
Fundo de Compensação																		
Fundo de liquidação (1938)																		
Reserva para Máquinas Encomendadas																		
Reserva para ações de outras companhias																		
Reserva para obras novas																		
Reserva para prejuízos eventuais																		
Reserva para eventuais diferenças no cambio																		
Lucros e perdas (lucro que passa para o semestre seguinte)		8,4320	297,1830		128,4130	202,20	489,9110	557,4800	741,8870		733,6990	691,7250	439,1630	734,9360	807,414	845,9700	939,08900	1.103,527
Lucros suspensos													3000,0000					
Depositantes																		
Credores por saque																		728,4640
TOTAL= Passivo + PL	3025,4200	1743,852	4493,3190	8261,6110	10468,6530	10.709,136	11083,9830	11532,5980	11784,7170	11.491,945	13292,1740	14501,6570	17748,0050	19504,5180	20075,448	18873,7240	#####	21.614,729

	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1935	1936	1937	1938	1939	1940
Patrimônio Líquido																				
Capital (das ações)	12.750,000	12.750,000	12.750,000	12.750,000	12.750,000	12.750,000	12.750,000	12.750,000	12.750,000	12.750,000	12.750,000	31.875,000	31.875,000	31.875,000	31.875,000	31.875,000	31.875,000	31.875,000	31.875,000	31.875,000
Depreciação dos materiais																				
Fundo de reserva (1940)		6.375,000																		3.625,000
Fundo para depreciação de material	2.349,942	2.609,062	2.863,482	3.184,325	3.585,709	3.782,549	4.200,000	5.000,000	9.000,000	10.000,000	10.000,000	10.000,000	10.000,000	10.000,000	10.000,000	10.000,000				
Fundo de reserva, depreciação e liquidação	5.241,934		6.375,000	6.375,000	6.375,000	6.375,000	6.375,000	6.375,000	6.375,000	8.875,000	8.875,000	8.875,000	8.875,000	10.000,000	10.000,000	10.000,000	10.000,000	10.000,000	10.000,000	446,370
Fundo de depreciação (1940)																				
Fundo para Conservação de prédios e mecanismos	500,000	500,000																		
Provisão para liquidação																	5.000,000	5.000,000	5.000,000	5.000,000
Provisões em suspenso (1939)																			1.340,000	1.459,380
Fundo de reserva especial									15.400,000	15.400,000	15.400,000		4.400,000	4.400,000	4.400,000	4.400,000				
Fundo de reserva obrigatório																				
Fundo de amortização (1940)																				6.375,000
Reserva especial		1.000,000	3.450,000	4.250,000	7.250,000	9.000,000	11.500,000	15.000,000				4.400,000								1.292,847
Fundo para Resgate de Debêntures e Pagamento de Juros	640,000	380,000																		
Fundo de Acidentes de trabalho	43,830	34,800	35,458	50,000	200,000	300,000	400,000	500,000	600,000	740,796	698,817	665,594	629,079	617,582	579,419	579,419	572,219	572,219	572,219	
Fundo para restaurações															1.107,043	1.107,043				
Fundo de provisão										2.100,000	2.100,000									
Fundo de beneficiência									500,000	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000	175,909			
Fundo de Compensação						1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541	1.312,541
Fundo de liquidação (1938)																				1.094,621
Reserva para Máquinas Encomendadas	200,000	200,000	500,000	2.000,000	2.500,000	2.500,000	3.000,000	4.000,000	7.000,000	7.000,000	7.000,000	2.500,000	2.500,000	2.500,000	2.500,000	2.500,000	2.500,000	2.500,000	2.500,000	2.500,000
Reserva para ações de outras companhias								1.184,800	1.500,000	2.000,000	2.000,000	2.000,000	2.000,000	2.000,000	2.000,000	2.000,000	2.000,000	2.000,000	2.000,000	2.000,000
Reserva para obras novas	300,000	300,000	800,000	2.000,000	3.000,000	3.000,000	3.000,000	4.000,000	6.500,000	9.125,000	9.125,000	3.660,178	3.660,178	3.660,178	3.660,178	3.660,178	3.000,000	4.000,000	4.500,000	500,000
Reserva para prejuízos eventuais					275,528	1.000,000	2.500,000	3.000,000	3.000,000	4.500,000	4.500,000	4.500,000	4.500,000	4.500,000	4.500,000	751,401				
Reserva para eventuais diferenças no cambio										500,000	500,000	500,000	500,000	1.000,000	2.500,000	2.500,000	2.500,000	2.500,000	2.500,000	2.500,000
Lucros e perdas (lucro que passa para o semestre seguinte	1.222,565	1.373,979	1.391,073	1.606,094	1.713,829	1.776,144	2.352,336	2.424,659	3.000,664	3.518,285	3.658,453	4.479,721	5.094,062	4.168,766	5.280,009	11.983,292	5.733,067	6.109,311	7.609,634	7.609,634
Deposítantes																				
Credores por saque															2.306,757	2.284,957	5.553,115	4.841,338	5.900,321	6.424,499
TOTAL= Passivo + PL	23.248.271	25.522.841	28.165.013	32.215.419	37.650.066	41.796.234	47.389.877	55.547.000	66.938.205	77.921.629	78.519.811	74.868.034	75.445.860	76.634.067	82.620.947	85.553.831	67.721.851	69.305.030	72.609.715	68.420.271

Fonte: Elaboração própria com base nos balanços patrimoniais da empresa publicados no período. SÃO PAULO. Diário Oficial do Estado de São Paulo. (vários anos)